

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* NA INTERNET, RISCO E
RETORNO EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS**

João Pessoa – PB

2016



Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* NA INTERNET, RISCO E
RETORNO EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS**

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de concentração: Administração e Sociedade

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

João Pessoa – PB

2016

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* NA INTERNET, RISCO E
RETORNO EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS**

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de concentração: Administração e Sociedade

Linha de Pesquisa: Finanças

Comissão Avaliadora:

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba
(Presidente da Banca)

Prof. Dr. Sinézio Fernandes Maia
Universidade Federal da Paraíba
(Examinador Interno)

Prof. Dr. Clayton Levy Lima de Melo
Universidade Federal do Rio Grande do Norte
(Examinador Externo)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e a Bahá'ú'lláh por sempre terem abençoado o meu caminho e possibilitado, entre outras coisas, me desenvolver e avançar intelectualmente em uma época em que ainda há tantas pessoas privadas desta oportunidade.

Agradeço profundamente ao meu marido Marcos pelo amor e companheirismo incondicional para enfrentar todos os desafios e alegrias que encontrei ao longo deste período; e a minha princesa Lua, que com cada sorriso, cada nova conquista, me motivava a seguir avançando apesar de todos os desafios de ser mãe e mestranda.

Aos meus pais e irmãos que sempre me incentivaram a superar os meus limites e acreditaram no meu potencial, mesmo quando eu mesma já não acreditava, e proporcionaram um ambiente de amor, carinho e cumplicidade ao longo de todos estes anos. Sem esta base não teria alcançado mais esta grande conquista.

Ao prof. Dr. Orleans Martins, pelas inúmeras horas de orientação não só para a elaboração deste estudo, mas também para a construção das minhas capacidades como acadêmica, pesquisadora e docente. Sua paciência, tranquilidade e disponibilidade sempre serão fonte de inspiração nos meus próximos passos.

Ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) e a todo o seu corpo docente, que me acolheram e me desafiaram ao longo destes anos, possibilitando um desenvolvimento concentrado e acelerado das minhas habilidades profissionais e pessoais.

A todos os meus colegas das turmas 39 e 40 que, com uma parcela maior ou menor, contribuíram para a construção destas novas percepções e habilidades que obtive ao longo do mestrado. Foi um privilégio ter colegas interessados e dispostos a contribuir para a construção do conhecimento de forma a melhorar a sociedade em que vivemos.

RESUMO

Este estudo buscou analisar em que extensão a internet é utilizada como ferramenta para a divulgação de informações corporativas, facilitando a transparência das companhias em relação aos seus *stakeholders*. Para quantificar a qualidade da *disclosure* na internet das empresas listadas nas quatro principais bolsas da América Latina (Argentina, Chile, Brasil e México) foi utilizado um índice elaborado e testado por Garay *et al.* (2013) também na América Latina. A amostra contou com 758 empresas que tiveram seu nível de *disclosure* quantificado e verificadas as possíveis relações com o risco e o retorno por meio de estimações pelo método Tobit, modelo indicado para dar mais robustez às estimações quando a variável dependente é censurada. Em seus resultados, nota-se, a partir da análise descritiva e da comparação com estudos anteriores, que a *disclosure* na região tem avançado ao longo dos anos, mas de forma desigual entre os países, tendo o Brasil se destacado positivamente na região. Adicionalmente, pode-se observar que as relações negativas e significantes esperadas entre a *disclosure* e as *proxies* para o risco só podem ser observadas entre as empresas que possuem ADR e, assim, atendem a padrões adicionais de *disclosure* exigidos por aqueles mercados. Já as relações positivas e significantes entre o ICDI e as *proxies* para o retorno foram observadas somente entre as companhias com maior liquidez na negociação de suas ações. No que se refere às diferenças entre países, as estimações estatísticas sugerem que não há diferenças significantes entre eles a ponto de impactar as relações com o risco e o retorno das empresas. Dessa forma, é possível destacar que as principais contribuições deste estudo dizem respeito ao método utilizado, uma vez que a maior parte dos estudos utiliza o Mínimos Quadrados Ordinários, que apresenta limitações quando a variável dependente é censurada; e aos resultados das estimações que sinalizam não só para os investidores, mas também para os órgãos reguladores quais são efetivamente os efeitos da ampliação da *disclosure* promovida ao longo dos anos no risco e no retorno das companhias latino-americanas.

Palavras-chave: *disclosure*, risco, retorno, índice, América Latina.

ABSTRACT

This study sought to examine the extent to which the internet is used as a tool for the dissemination of corporate information, facilitating the transparency of companies in relation to their stakeholders. To quantify the quality of disclosure on the internet of the companies listed on the four major exchanges in Latin America (Argentina, Brazil, Chile and Mexico) it was used an index elaborated and tested by Garay *et al.* (2013) also in Latin America. The sample included 758 companies that had their level of disclosure quantified and verified the possible relations with the risk and return through estimates by Tobit method, model indicated to provide more robustness to estimates when the dependent variable is censored. In the results, it is noticed, from the descriptive analysis and the comparison with previous studies that the disclosure in the region has advanced over the years, but unevenly between the countries, with Brazil stood out positively in the region. Additionally, it can be seen that the expected negative and significant relationship between disclosure and proxies for the risk can only be observed between companies with ADRs and thus comply with additional disclosure standards required by those markets. The positive and significant relationship between the ICDI and proxies for return were observed only among the companies with greater liquidity in the trading of its shares. As regards the differences between countries statistical estimations suggest that there is no significant differences between them that could cause an impact in the relations with the risk and return of companies. Thus, it is possible to highlight that the main contributions of this study are related to the method, since most studies use the Ordinary Least Square which has limitations when the dependent variable is censored; and the estimations results that indicate not only to investors but also to regulators which are effectively the effect of the expansion of disclosure promoted over the years in the risk and return of Latin-American companies.

Keywords: disclosure, risk, return, index, Latin America.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Formação da amostra.....	31
Tabela 2 – Número de companhias analisadas, por setor e por país. 2014.....	43
Tabela 3 – <i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i> (ICDI), por país (%). 2014.....	45
Tabela 4 – <i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i> (ICDI), por setor e por país (%). 2014.....	47
Tabela 5 – <i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i> (ICDI), por ADR e por país (%). 2014.....	47
Tabela 6 – <i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i> (ICDI), por Tamanho e por país (%). 2014.....	48
Tabela 7 – <i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i> (ICDI), por Liquidez e por país (%). 2014.....	49
Tabela 8 – Estatística básica das variáveis independentes e de controle. 2014.....	49
Tabela 9 – Matriz de Correlação entre as variáveis. 2014.	51
Tabela 10 – Resultados do teste VIF. 2014.....	51
Tabela 11 – Regressão ICDI x variáveis de risco e retorno. 2014.	52
Tabela 12 – Regressão ICDI x variáveis de risco com controle por ADR, TAM e LIQ. 2014.....	54
Tabela 13 – Regressão ICDI x variáveis de retorno com controle por ADR, TAM e LIQ. 2014.....	56
Tabela 14 – Regressão ICDI x variáveis de risco com controle por País. 2014.....	58
Tabela 15 – Regressão ICDI x variáveis de retorno com controle por País. 2014.	60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Deposits Receipt</i>
BCBA	Bolsa de Comércio de Buenos Aires
BCS	Bolsa de Comércio de Santiago
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo
BMV	Bolsa Mexicana de Valores
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getúlio Vargas
HEM	Hipótese da Eficiência de Mercado
ICDI	<i>Internet-based Corporate Disclosure Index</i>
INT	Intangibilidade
LIQ	Liquidez
MB	Índice <i>Market-to-book</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
RC	Retorno do Credor
ROA	<i>Return On Asset</i>
ROE	<i>Return On Equity</i>
SEC	<i>Securities Exchange Comission</i>
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
TAM	Tamanho
TSR	Retorno Total do Acionista
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
VIF	Fator de Inflação da Variância
Volat	Volatilidade

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	10
1.2 OBJETIVOS	13
1.2.1 Objetivo geral	13
1.2.2 Objetivos específicos.....	13
1.3 JUSTIFICATIVA	13
1.4 CONTRIBUIÇÕES.....	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 EFICIÊNCIA DE MERCADO E CONFLITOS DE AGÊNCIA	17
2.2 RISCO E SUA RELAÇÃO COM A <i>DISCLOSURE</i>	19
2.3 <i>DISCLOSURE</i> E INTERNET.....	21
2.4 RISCO DE INFORMAÇÃO E RETORNO.....	24
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	26
2.4.1 Risco de informação da companhia	26
2.4.2 Retorno da companhia.....	27
2.4.3 Variação entre países.....	28
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	30
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA	30
3.2 COLETA E TRATAMENTO DE DADOS	30
3.3 ÍNDICE DE <i>DISCLOSURE</i>	31
3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES	34
3.4.1 Variáveis de risco de informação.....	35
3.4.2 Variáveis de retorno	36
3.4.3 Variáveis de controle.....	39
3.5 MODELO DE REGRESSÃO.....	40
4 RESULTADOS	43
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	43
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	50
4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO.....	51
5 CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Disclosure corporativa é um tema em constante discussão na área de finanças, dado que compartilha com os *stakeholders* o grau de sucesso da companhia em gerar valor e retornos financeiros e possibilita a compreensão sobre como ela alcançará valor e ofertará retorno no futuro (AZAM; WARRAICH; AWAN, 2011). Assim, a *disclosure* pode ser definida como a ampla disponibilidade de informações confiáveis e relevantes acerca de desempenho, oportunidades de investimento, situação financeira, governança, risco e valor das empresas (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004). Nesse sentido, a *disclosure* tem se tornado uma ferramenta essencial para os investidores avaliarem as oportunidades de investimento em uma economia e alocarem seus recursos de forma mais eficiente e de acordo com seus interesses entre as diferentes opções disponíveis no mercado (BUSHMAN; SMITH, 2003; MURCIA; SANTOS, 2009).

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 relevant*, à medida que possui a capacidade de reduzir as incertezas dos usuários e fazer a diferença no processo decisório (DANTAS *et al.*, 2005). As demandas do mercado de capitais por maiores níveis de *disclosure* corporativa ganharam ímpeto, especialmente, após os escândalos financeiros do início dos anos 2000, envolvendo grandes corporações como a Eron e a WorlCom (AKHIGBE; MARTIN, 2006). Dessa forma, como consequência das instabilidades econômicas, desencadeou-se uma intervenção governamental sem precedentes no principal mercado de capitais do mundo, nos Estados Unidos da América (EUA), tendo como ponto de destaque o estabelecimento da Lei Sarbanes-Oxley – SOX (AKSU; KOSEDAG, 2006).

A SOX foi estabelecida com o objetivo de reduzir a opacidade das demonstrações financeiras e aprimorar a integridade dos relatórios financeiros por meio da expansão da *disclosure* e das práticas de governança corporativa (AKHIGDE; MARTIN, 2006). Essa Lei exige, entre outros fatores, comitês de auditoria independente com especialistas em finanças e demanda aprimoramentos no conteúdo e na periodicidade de informações financeiras, medidas estas que buscam proporcionar uma maior transparência aos acionistas. Dada a relevância e a liderança do mercado de capitais dos EUA, após o início da vigência da SOX muitos países passaram a reestruturar suas leis e regulamentações para garantir a aplicação das melhores

práticas de governança corporativa e assim obter o nível de *disclosure* necessário para monitorar as atividades dos gestores das corporações (AKSU; KOSEDAG, 2006; MOREY *et al.*, 2009).

O ponto motriz desta intervenção governamental está relacionado à redução dos conflitos de agência gerados pela separação entre propriedade e controle de capital. Com o crescimento do mercado de capitais, o investidor (principal) tem se desvinculado da gestão, delegando ao administrador (agente) o gerenciamento de seus recursos. No entanto, o agente, assim como o principal, busca maximizar suas próprias utilidades, o que pode levá-lo a nem sempre atuar em favor do principal. Desse conflito de interesses entre principal e agente originam-se os conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Para minimizar os efeitos deste conflito e possibilitar o crescimento dos mercados de capitais, cada país tem buscado estabelecer um conjunto de normas e leis intimamente ligado ao nível de *disclosure* das companhias, visando maior proteção aos acionistas. Assim, a divulgação de informações corporativas é uma das maneiras de garantir a proteção dos investidores (MURCIA; SANTOS, 2009).

Porém, é importante destacar que a proteção legal aos investidores varia significativamente ao redor do mundo e, em especial, na América Latina (GARAY *et al.*, 2013). Um dos fatores que, de acordo com a literatura, contribui decisivamente para o grau de proteção legal aos acionistas é a origem do direito de cada país, que pode ser classificada como *common law* ou *civil law* (LA PORTA *et al.*, 1998; GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998). Países com estrutura legal baseada em *common law* proveem maior proteção aos investidores e garantem forte aplicação das leis. Já os países baseados em *civil law*, como os países latino-americanos, tendem a apresentar baixa proteção aos acionistas minoritários e fraca aplicação das leis – *low enforceability* (LA PORTA *et al.*, 1997).

Garay e González (2008) explicam que a baixa proteção legal apresentada por esses países consiste em uma oportunidade para que as empresas se diferenciem adotando diferentes práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, ampliando sua credibilidade junto aos seus *stakeholders*, sejam eles *shareholders* ou credores da companhia. Desta forma, a divulgação voluntária de informações pode compensar a baixa proteção aos *stakeholders* e, por conseguinte, ampliar o valor de mercado das companhias (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002), na medida em que permite aos investidores e a outras partes externas à empresa monitorarem a performance e os compromissos contratuais (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Bushman e Smith (2001) também afirmam que a divulgação de informações financeiras pode beneficiar o valor das empresas, já que indica aos investidores melhores oportunidades de

alocação de capital, disciplina os administradores na busca por valorização dos ativos e reduz a assimetria de informação entre os *stakeholders*. A maior parte da literatura indica uma relação positiva entre volume de informação e performance da empresa, o que é razoável, já que a *disclosure* reduz a assimetria de informação entre investidores e os administradores da companhia (JENSEN; MARSHALL; PUGH, 2006).

No entanto, como a divulgação das informações corporativas até o início do século XXI era realizada principalmente via relatórios físicos, a agilidade de sua apresentação por muitas vezes era insatisfatória e a acessibilidade às informações não era igual a todos os investidores, o que favorecia a existência de assimetria de informação (GARAY *et al.*, 2013). Com o avanço das tecnologias de comunicação, a utilização da internet como instrumento de divulgação de informações corporativas tem ganhado uma nova dimensão e importância na relação das firmas com os investidores (ORENS; AERTS; CORMIER, 2010). Bushman, Piotroski e Smith (2004) destacam que a *disclosure* corporativa depende do canal pelo qual a informação está sendo divulgada, já que pode contribuir para uma maior disponibilidade de informações, ampliando o seu efeito econômico.

Neste contexto, torna-se relevante a análise de outros meios de divulgação de informação, além do tradicional (ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; GEERINGS; BOLLEN; HASSINK, 2003; XIAO; YANG; CHOW, 2004; BOLLEN, HASSINK; BOZIC, 2006; GANDIA, 2008; ORENS; AERTS; CORMIER, 2010). Adicionalmente, Garay *et al.* (2013) afirmam que atualmente pouco se sabe acerca do potencial impacto de algumas práticas de governança corporativa, incluindo a *disclosure* corporativa pela internet, em países latino-americanos.

Desta forma, o presente estudo busca analisar em que extensão a internet é utilizada como ferramenta para a divulgação de informações corporativas, facilitando a transparência das companhias em relação aos seus *stakeholders*. Optou-se por analisar o nível de *disclosure* das companhias por meio de um índice, uma vez que este possibilita quantificar o volume de *disclosure*. Adicionalmente, este estudo busca verificar se as relações negativas com o risco (BROWN; FINN; HILLEGEIST, 2001; ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; JENSEN; MARSHALL; PUGH, 2006; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2013; MARTINS; PAULO, 2014;) e positiva com o retorno (SILVEIRA, 2002; BOLEEN; HASSINK; BOZIC, 2006; GARAY *et al.*, 2013), identificadas pela literatura atual, também podem ser verificadas na América Latina, contribuindo de forma efetiva para a ampliação das evidências neste campo de conhecimento. Com base no exposto, este estudo busca responder

ao seguinte problema de pesquisa: qual é a relação entre a *disclosure* na internet, o risco e o retorno nas companhias abertas latino-americanas?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Analisar a relação entre a *disclosure* de informações divulgadas na internet, o risco de informação e o retorno em companhias abertas na América Latina.

1.2.2 Objetivos específicos

Para se atingir o objetivo geral deste estudo são perseguidos os seguintes objetivos específicos:

- Estimar o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI) para empresas listadas na principal bolsa de valores da Argentina, Brasil, Chile e México;
- Analisar a relação do ICDI com o risco de informação de empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas.
- Analisar a relação do ICDI com o retorno de empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas.
- Comparar as relações do ICDI com o risco de informação e o retorno de empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas, considerando suas características intrínsecas.

1.3 JUSTIFICATIVA

A interconexão dos mercados de capitais, as organizações civis e a recente crise de confiança dos mercados têm gerado uma crescente demanda por maiores níveis de *disclosure*, mantendo a discussão deste tema como uma das prioridades na agenda de governos, órgãos reguladores e investidores (AKSU; KOSEDAG, 2006). Antes da difusão mais ampla da internet, os relatórios corporativos eram divulgados fisicamente, sendo, geralmente, insuficientes em seu detalhamento, apresentando baixa acessibilidade e agilidade na divulgação de informações. Apesar dos relatórios em papel ainda serem utilizados, a internet se tornou um

meio de comunicação muito valioso entre as companhias e seus investidores por distribuir a informação de forma mais ágil e conveniente a baixos custos (GARAY *et al.*, 2013).

Neste contexto, pode-se considerar a internet como um meio de integração que facilita a ampliação da *disclosure* e, mais além dela, a implementação das práticas de governança corporativa. A importância deste conceito sugere que as autoridades dos principais mercados de capitais reconhecem o importante papel desempenhado pela internet como plataforma de divulgação de informações e como instrumento para melhorar as práticas de governança corporativa (GANDIA, 2008).

A maior parte das pesquisas relacionadas à *disclosure* foca na análise da informação divulgada e em seus efeitos, sem considerar o meio que está sendo utilizado para a divulgação (GARAY *et al.*, 2013). Bushman, Piotroski e Smith (2004) afirmam que a divulgação corporativa depende do canal pelo qual a informação é disseminada, dado que facilita ou dificulta o fluxo de informação e impacta na disponibilidade de informações reais para os agentes econômicos. Adicionalmente, as recentes crises econômicas ampliaram o interesse dos órgãos reguladores em regular não só o conteúdo, mas também a forma como as informações são divulgadas (GANDIA, 2008). Assim, este estudo se diferencia daqueles existentes no mercado brasileiro, pois considera em sua análise a relevância da tecnologia, particularmente a internet, para melhorar a divulgação de informações das companhias.

Apesar de a utilização dos *websites* pelas companhias ter se ampliado nas últimas décadas não há um padrão básico de divulgação neste meio, o que demanda o uso de diferentes métricas para quantificar a qualidade da *disclosure*. Para quantificar a *disclosure*, utilizar-se-á o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI) elaborado e testado por Garay *et al.* (2013) para estudar a relação entre o ICDI e o valor da companhia nas sete maiores bolsas de valores da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru).

No entanto, é importante destacar as diferenças e avanços do presente estudo em relação àquele realizado por Garay *et al.* (2013). No referido estudo, após a medição das companhias no ICDI, buscou-se verificar a relação do resultado do índice com o valor da companhia. Já neste estudo, buscar-se-á expandir essa análise incluindo o estudo da relação com o retorno aos acionistas e aos credores. Adicionalmente, também se buscará entender se há uma relação significativa entre o índice e o risco de informação. A compreensão da relação com risco de informação desperta especial atenção em mercados emergentes, pois estes possuem certas características que podem potencializar a existência de assimetria de informação, como: concentração de grandes volumes de ações nas mãos de poucos investidores, baixa liquidez de alguns papéis e deficiências no sistema de regulação (MARTINS; PAULO, 2014).

A amostra de países foi restringida à Argentina, Chile, Brasil e México, dado que estes são considerados como os países emergentes na América Latina em índices de mercados emergentes como o *Morgan Stanley Capital International Emerging Market Index* (MOREY *et al.*, 2009) e pela limitação dos bancos de dados disponíveis. O foco em países latino-americanos ganha relevância dado que países emergentes apresentam uma motivação adicional para estar na liderança dos processos relacionados à *disclosure*. Essa afirmativa parte do pressuposto de que as nações emergentes buscam atrair um número crescente de investidores internacionais que consideram a transparência como um dos indicadores mais significativos em sua tomada de decisão, a qual tem poder de impactar positivamente o valor da empresa (HERMANLIN; WEISBACH, 2012). Sendo assim, apesar de não ser possível generalizar as conclusões obtidas nesta pesquisa, os resultados podem ser relevantes para a compreensão de outros mercados emergentes que também estão buscando melhorar a *disclosure* corporativa.

1.4 CONTRIBUIÇÕES

Com a realização deste trabalho, busca-se fomentar contribuições empíricas e metodológicas. Como contribuição empírica, busca-se inserir novas evidências relacionadas à relevância e à influência da *disclosure* na internet em mercados latino-americanos tanto sob uma perspectiva regional como nacional. Esta análise permite a identificação do nível da *disclosure* das empresas em relação aos dados encontrados em pesquisas anteriores, verificando seu impacto de forma mais ampla. Isso porque a análise da relação entre *disclosure* e retorno não se restringirá ao retorno da companhia, mas também abordará o retorno para os investidores e os credores. Após as estimações, foi possível verificar que a maior parte das relações não foram significantes para a amostra em questão, sugerindo que a ampliação da *disclosure* tem pouca influência sobre o retorno das companhias. Além disso, a análise se expandiu para a relação com o risco informacional, tema de grande relevância em mercados emergentes, pois o uso de informações privilegiadas já foi constatado nestes mercados por diversos pesquisadores em anos recentes (BOPP, 2003; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MARTINS; PAULO, 2014). As relações encontradas reportaram sinais divergentes, ou seja, para algumas *proxies* a relação com o ICDI foi positiva, e, com outras, negativa. Isso pode ocorrer já que as *proxies* podem ser influenciadas por outros fatores, conforme é detalhado na análise.

Adicionalmente, espera-se fomentar as discussões sobre a divulgação de informações sobre diferentes âmbitos das companhias por meio de seus *sites*, as quais podem estimular possíveis benefícios tanto para as companhias como para seus investidores, dado que esta é a

principal ferramenta utilizada por muitos investidores para obtenção de informações sobre as companhias (GANDIA, 2008), considerando, ainda, que seu estudo está em estágios iniciais na região latino-americana (GARAY *et al.*, 2013).

No que se refere às contribuições metodológicas, a maioria das pesquisas relacionadas à *disclosure* se utiliza de regressões simples pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para estabelecer a relação entre *disclosure* e uma variável de interesse. Este estudo baseará suas análises no modelo Tobit, que foi criado para lidar com casos em que a variável dependente é censurada ou truncada, como acontece com o ICDI, uma probabilidade limitada $[0,1]$, somente com valores positivos. Nestes casos, a utilização do MQO pode produzir estimativas imprecisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 EFICIÊNCIA DE MERCADO E CONFLITOS DE AGÊNCIA

A base da Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) está na afirmativa de que o mercado ideal é aquele que dá sinais precisos para a alocação de capital, ou seja, o preço de um ativo reflete as informações disponíveis sobre a instituição emissora, impossibilitando aos investidores qualquer ganho anormal por meio do uso de informações privadas (FAMA, 1970).

De acordo com Fama (1970), os mercados podem ser classificados em três níveis quanto à sua eficiência. Na forma fraca, a eficiência de mercado reflete somente informações históricas de preços e retornos e seus testes buscam avaliar quão bem os retornos passados predizem o retorno futuro. Na forma semiforte, os preços refletem adicionalmente o restante das informações públicas, sendo seus testes focados em especificar quão rápido os preços dos ativos refletem as informações públicas. Por fim, na forma forte, não só os preços passados e as informações públicas, mas todas as informações que afetam a formação do preço estão disponíveis e refletidas no preço, inclusive as informações privadas. Os testes dessa categoria procuram detectar se algum investidor possui informação privilegiada que não está totalmente refletida no preço da ação.

Cerca de vinte anos mais tarde, com o avanço da tecnologia que possibilitou o estudo de séries mais longas e complexas, Fama (1991) propôs algumas alterações nos três níveis descritos acima. Porém, o que ficou evidente foi que os preços das ações são influenciados por vários tipos de informação que provocam diferentes níveis de variações, dependendo do contexto do mercado, da relevância da informação e do *timing* que essa informação leva para ser incorporada pelo mercado (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Assim, as debilidades apresentadas na eficiência de mercado em países como o Brasil e o Chile deixam seus mercados fortemente expostos aos conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA *et al.*, 1998).

Berle e Means (1932) foram os pioneiros no estudo dos conflitos que surgem da separação entre propriedade e controle, lançando as bases fundamentais para a compreensão do que, mais adiante, Jensen e Meckling (1976) denominariam conflitos de agência. Neste trabalho, os autores postulam que a estrutura de propriedade das companhias é caracterizada pela separação entre controle e propriedade, gerando conflitos de interesse inevitáveis, nos quais os gestores e os proprietários buscam a maximização de seus interesses pessoais. Esta separação se amplia na medida em que os mercados de capitais se expandem e um número

crescente de empresas abre seu capital e pulveriza constantemente o seu controle acionário. No entanto, La Porta *et al.* (1998) observam que a propriedade concentrada é a estrutura predominante na maioria dos países. Nessas circunstâncias, o foco dos problemas de agência passa a ser a relação entre os acionistas majoritários e os minoritários, como ocorre nos países latino americanos.

Para minimizar os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, órgãos reguladores têm buscado consistentemente ampliar a exigibilidade de *disclosure* pelas companhias. Bushman e Smith (2001) afirmam que a divulgação de informações contábeis pode afetar as companhias por três canais. O primeiro está relacionado à identificação de investimentos promissores, já que a divulgação de informações apoia a tomada de decisão do investidor em alocar seus recursos em oportunidades que podem criar maior valor com menores riscos e custo de capital. Assim, a divulgação apropriada de informações ao mercado possibilita que o preço reflita adequadamente o valor da companhia, ampliando a eficiência do mercado (FAMA, 1970). No segundo canal, espera-se que a divulgação de informações discipline a produtividade dos ativos, ou seja, devido à *disclosure* os administradores se sentem compelidos a alocar os recursos em projetos identificados como bons, reduzindo o risco de expropriação intrínseco nos conflitos de agência. Por fim, o terceiro canal consiste na redução do risco de liquidez e de seleção adversa, ou seja, da assimetria entre investidores (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Com a ampliação da utilização da internet, a disponibilidade de informações sem custo para investidores de todos os tipos tem a potencialidade de ampliar a eficiência dos mercados, pois possibilita a redução do *gap* de informação entre investidores, minimizando o risco de alguns agentes operarem mais bem informados que outros e melhorando a proteção legal a esses agentes. Adicionalmente, uma maior acessibilidade às informações por parte dos investidores minoritários possibilita um maior monitoramento das decisões tomadas por acionistas majoritários, reduzindo os intrínsecos conflitos de agência.

Visando proteger os investidores e assim possibilitar o funcionamento dos mercados de capitais a longo prazo, cada país tem desenvolvido um arcabouço legal para minimizar os efeitos dos conflitos de agência. No entanto, esta proteção pode apresentar uma variação significativa entre os diversos países ao redor do mundo. Para La Porta *et al.* (1998) e Gedajlovic e Shapiro (1998), a variação da proteção legal aos investidores está fortemente relacionada à origem do direito de cada país. Esta pode ser classificada em *common law* ou *civil law*.

Os países de origem anglo-saxônica, como os Estados Unidos e a Inglaterra, possuem sua estrutura legislativa baseada no *common law*. Este arcabouço provê uma maior proteção aos investidores e garante uma forte aplicação da lei, criando um ambiente propício para a pulverização do controle. Hope (2003) afirma que fatores legais têm um impacto importante na divulgação de informações, no sentido de que países baseados no *common law* possuem maior demanda por informações públicas, enquanto que em países com estrutura *civil law* a informação é mais frequentemente transferida diretamente para partes interessadas, como bancos. Assim, é de se esperar que o volume de informações divulgadas pela internet será maior em países com o arcabouço legal do *common law*.

Os países latino-americanos têm sua estrutura legal baseada no *civil law*, tendendo a apresentar baixa proteção aos acionistas e fraca aplicação da legislação. De acordo com Chong e López-de-Silanes (2007), o tamanho reduzido dos mercados de capitais e o baixo desenvolvimento do mercado financeiro em países latino-americanos podem ser explicados pelo fato de que estes apresentam um desempenho ainda pior do que a média dos países que possuem o *civil law* como origem legal. Neste cenário, ampliam-se as oportunidades de diferenciação e benefícios que podem ser obtidos com a divulgação de informações. Isso porque a baixa proteção aos investidores pode ser parcialmente compensada pela divulgação de informações voluntárias, gerando um impacto positivo no valor de mercado da companhia acima de proporções observadas em companhias localizadas em países desenvolvidos (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002).

2.2 RISCO E SUA RELAÇÃO COM A *DISCLOSURE*

Os estudos relacionados à *disclosure* têm como uma das grandes preocupações a busca pela maior transparência das corporações para a minimização de risco. O risco é parte de todas as atividades humanas, e conhecê-lo está fortemente associado à capacidade de prever o futuro. Os estudos acerca do risco começam após o período do Renascimento, quando as pessoas se libertam das predições de entes divinos e passam a desafiar o futuro (BERNSTEIN, 1997).

Entender o que é risco é o primeiro passo para administrá-lo. O conceito de risco pode ser melhor compreendido pelas obras de Knight (1921) e Keynes (1936), já que estas são consideradas as primeiras a lidar explicitamente com tomada de decisão sob condições de incerteza. Os autores enfatizam que o risco pode ser considerado uma incerteza mensurável, ou seja, que possui distribuição de probabilidade mensurável sobre os prováveis resultados que devem ser relevantes em termos de utilidade. Nos estudos que tratam sobre utilidade é

estabelecida uma relação clara entre riqueza e utilidade, que será a peça-chave para a escolha de administrar ou não o risco (DAMODARAN, 2009). Von Neumann e Morgenstern (1944) contribuem para o avanço da administração do risco, transferindo a questão sobre utilidade da esfera de resultados para a esfera das probabilidades, o que amplia a capacidade de análise do risco em termos formais, tornando-se a base para teorias focadas em administrar o risco (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005). Nas relações que envolvem a divulgação de informações corporativas podem surgir incertezas resultantes da falta de informação, já que as companhias podem possuir informações sobre o negócio e não divulgá-las por completo.

Essa assimetria de informação, situação em que a companhia tem mais informações que o mercado em geral, faz com que o mercado perceba este *gap* de informações como um risco e penalize o valor da ação de acordo com a percepção de risco. Este resultado é chamado de seleção adversa, que pode ser melhor compreendida pelo mercado de limões de Akerlof (1970), o qual, em suma, afirma que se o vendedor de um bem possui informações privadas sobre o ativo negociado, os compradores farão um desconto sobre o preço que estão dispostos a pagar devido ao possível desconhecimento de tais informações, o que caracteriza a seleção adversa. Assim, da mesma forma, os agentes do mercado, por serem racionais, consideram a seleção adversa nos mercados de capitais.

Martins e Paulo (2014) apontam que o amplo uso de informações contábeis por investidores e analistas na avaliação das companhias cria um incentivo para que os administradores “gerenciem” os resultados contábeis visando alterar a percepção de risco. Assim, para minimizar a assimetria de informação e a omissão de informações relevantes para um mercado em crescente complexidade, os órgãos reguladores ganham destaque. De acordo com Levitt (1998), ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), o sucesso do mercado de capitais é dependente da qualidade das normas contábeis e da *disclosure*. Porém, um dos principais questionamentos que surgem é até que ponto a regulação é bem-sucedida em seus objetivos. Como não se sabe que informações são efetivamente relevantes, não está claro qual critério os órgãos reguladores deveriam utilizar para definir a divulgação de informações das companhias (MURCIA; SANTOS, 2009).

Segundo a Teoria Institucionalista, existem dois mecanismos básicos para a ampliação da *disclosure* e conseqüente diminuição de assimetria de informações: i) sinalização (*signaling*): fornecimento de informações por parte dos agentes que as detêm; ii) varredura (*screening*): os que desejam a informação fornecem incentivos para obtê-la (WILLIAMSON, 1985). Por isso, é de se esperar que, mesmo sem obrigatoriedade, as companhias possuam incentivos para divulgar informações voluntariamente sempre que os benefícios esperados

superem os custos (VERRECCHIA, 2001). Entretanto, assumindo a racionalidade dos gestores, pode ocorrer que informações altamente relevantes para o mercado não sejam divulgadas pois não apresentam benefício para a companhia (FEYITIMI, 2014). É neste contexto que se justifica a regulação, exigindo informações que as empresas não estão dispostas a divulgar, mas de que os usuários necessitam (MURCIA; SANTOS, 2009).

Porém, o regulador não conhece plenamente todas as atividades de uma companhia e, assim, apesar de todo o esforço empreendido na busca da melhora da qualidade e fluxo de informações, as ações do regulador podem ter efeitos distintos dos esperados. Por este motivo, a *disclosure* corporativa e seus mecanismos e canais de divulgação são continuamente reavaliados, buscando minimizar o risco gerado pela assimetria de informação.

2.3 DISCLOSURE E INTERNET

A *disclosure* corporativa pode ser definida, segundo Bushman, Piotroski e Smith (2004), 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. Dantas *et al.* (2005) acrescentam que *disclosure* diz respeito à qualidade das informações que de alguma forma influenciem a tomada de decisão com relação à entidade e à sua evolução patrimonial, possibilitando conhecer ações passadas e inferir seu desempenho futuro. Assim a *disclosure* não pode ser confundida com informação, já que seu sentido é mais abrangente (MURCIA; SANTOS, 2009).

Porém, como as atividades corporativas e o mercado de capitais vêm passando constantemente por modificações que têm ampliado sua complexidade, é de se esperar que também ocorram mudanças significativas na forma como as companhias divulgam suas informações (GANDIA, 2003). Ao longo da evolução do estudo da *disclosure*, podem-se perceber quatro grandes tendências, principalmente de países com sistemas *civil law*, com o objetivo de trazer maior estabilidade e confiança aos mercados de capitais: (i) 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).

Assim, as regulamentações 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 das práticas de governança corporativa (AKHIGBE; MARTIN, 2006).

Uma ferramenta que tem desempenhado um papel-chave neste novo cenário de divulgação é a internet. Com a ampliação do acesso às tecnologias de comunicação, em especial à internet, consolidou-se um novo canal em que as companhias podem divulgar suas informações. Este canal de comunicação apresenta uma série de vantagens relacionadas a custos, distribuição, frequência e velocidade com que as informações são compartilhadas com os investidores. De acordo com Gandia (2008), alguns dos principais benefícios da utilização da internet como canal de divulgação de informações são: (i) facilitar a comunicação entre a companhia e os investidores; (ii) reduzir custos e tempo na divulgação das informações; (iii) fomentar o envolvimento do investidor na vida da companhia; (iv) democratizar o acesso à informação; e (v) ampliar a credibilidade das boas práticas de governança.

Pesquisas empíricas com perspectivas nacionais e internacionais têm evidenciado a importância da internet como um canal de comunicação entre empresas e seus investidores (GEERINGS; BOLLEN; HASSINK, 2003; GARAY *et al.*, 2013; ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; XIAO; YANG; CHOW, 2004; GANDIA, 2008). Porém, como esta comunicação não pode ser observada diretamente, a vasta maioria dos estudos se utiliza de índices para quantificar a *disclosure* das companhias (SINGHVI, 1968; FERNANDES; LEL; MILLER, 2010; IRANI; OESCH, 2013; FEYITIMI, 2014). Uma vez definida a *proxie* para a *disclosure*, muitos estudos aprofundam as análises estabelecendo modelos que buscam identificar uma relação entre a divulgação das informações e suas consequências, uma vez que sem uma motivação econômica as companhias não empreenderiam este esforço (DYE, 2001).

Verecchia (2001) afirma que estes modelos podem ser caracterizados em três grandes grupos: (i) divulgação baseada em associações, que busca analisar a relação e os efeitos da *disclosure* nos preços e volume de negociações; (ii) divulgação baseada em eficiência, que objetiva compreender se existem arranjos eficientes na *disclosure* que seriam preferidos incondicionalmente; e (iii) divulgação baseada em julgamento, que busca examinar a discricionariedade que os gestores exercem em respeito à divulgação de informações. Neste estudo, focar-se-á nas análises que visam compreender a relação da *disclosure* com o risco e o retorno.

Uma das principais dificuldades em analisar a *disclosure* de uma companhia é definir uma medida objetiva para quantificá-la. Para obter um nível de *disclosure*, pesquisadores têm comumente utilizado a elaboração de índices a partir de análises do conteúdo divulgado pelas companhias em seus relatórios anuais (GANDIA, 2008). Entre os trabalhos que estudam a divulgação de informações pela internet e a sua relação com o retorno ou o risco das

companhias, por meio da utilização de índices, relaciona-se a seguir aqueles que apresentam proximidade com este estudo.

Ettredge, Richardson e Scholz (2002) investigaram a disseminação de informações mandatórias e voluntárias na internet. O estudo analisou 193 *sites* de companhias norte-americanas usando duas variáveis dependentes para distinguir a divulgação de informações mandatórias e voluntárias. Os resultados indicam que as informações obrigatórias apresentam uma relação significativa com o tamanho da companhia e com a assimetria de informação, e as informações voluntárias evidenciaram relação significativa com o tamanho da companhia, a assimetria de informação, a demanda por capital externo e a reputação de divulgação da companhia. Nos dois casos, ao contrário do esperado, a relação com o retorno da companhia e a divulgação de informações (medido tanto pelo ROE como pelo ROA) foi negativa, mas não significativa. Adicionalmente, observou-se que companhias que apresentam baixa assimetria de informação tendem a fornecer um menor volume de informações em seus *sites*.

Geerings, Bollen e Hassink (2003) analisaram a relação com os investidores por meio da internet em uma amostra compreendendo as 50 maiores companhias da Bélgica, França e Holanda listadas na bolsa de valores *Euronext*. Os resultados evidenciaram que, no geral, as companhias se encontram no segundo estágio de desenvolvimento da relação com os investidores na internet, já que o investidor ainda precisa combinar informações de outras fontes para estar bem informado. No terceiro e último nível de desenvolvimento, as companhias fazem uso de todas as possibilidades de interação disponibilizadas pela internet. Adicionalmente, foi realizada uma análise do efeito do tamanho e dos setores das companhias da amostra. Observou-se que empresas de maior porte utilizam a internet para interagir com seus investidores de forma mais intensa do que companhias menores. Não foram identificadas diferenças significativas entre setores.

Boleen, Hassink e Bozic (2006) avaliaram a relação com os investidores através da internet em 270 companhias sediadas em seis países (Austrália, Bélgica, França, Holanda, África do Sul e Reino Unido). As evidências indicam que a relação com investidores na média é um elemento bem estabelecido nos *sites* das companhias e apresenta relação significativa com o tamanho da companhia, com o nível de internacionalização, com a proporção de ações disponíveis para investidores individuais e com o ambiente de divulgação do ponto de vista do arcabouço legal. Por outro lado, a relação com a performance da companhia (medida pelo ROE) apresentou relação negativa mas não significativa em todos os casos, sugerindo que a divulgação não tem uma relação direta com performance.

Gandia (2008) construiu três índices de *disclosure internet-based* para analisar a divulgação de informações relacionadas à governança corporativa em uma amostra com 92 companhias abertas espanholas. Os resultados indicam que as companhias maiores são as que divulgam mais informações relacionadas aos itens de governança corporativa e que a performance da companhia não apresenta relação significativa com a *disclosure* corporativa. Adicionalmente, encontrou-se relação positiva com o nível de acompanhamento de analistas, tempo de existência, visibilidade e setor de atuação.

Orens, Aerts e Cormier (2010) analisaram por meio de um índice a associação entre a divulgação de informações não financeiras pela internet e o custo de financiamento em um contexto internacional (894 empresas na América do Norte e Europa Continental). As observações evidenciam uma relação negativa entre a divulgação de informações não financeiras e o custo de capital nas regiões pesquisadas. Adicionalmente, companhias da Europa Continental com maior divulgação apresentam menores níveis de assimetria e se beneficiam de um menor custo de capital, resultado não encontrado para as empresas norte-americanas.

Garay *et al.* (2013) avaliaram a divulgação pela internet de elementos da governança corporativa nas sete maiores bolsas de valores latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) para verificar se há uma relação entre o nível de *disclosure* e o valor da companhia. As evidências sugerem uma relação positiva e significativa entre o índice e o desempenho da companhia medido pelo ROA. Assim, pode-se concluir que as companhias têm a capacidade de se diferenciar adotando os mais altos níveis de divulgação pela internet.

2.4 RISCO DE INFORMAÇÃO E RETORNO

A assimetria de informação é a principal consequência da separação entre propriedade e controle de capital das firmas, possibilitando o surgimento de conflitos de agências (JENSEN; MECKLING, 1976). Estes conflitos se originam da diferença informacional e incentivos conflitantes entre os investidores e os administradores, em que o agente pode se utilizar de informações privilegiadas da empresa em detrimento dos proprietários ou possíveis investidores. Segundo Cohen, Malloy e Pomorski (2012), pode-se entender informação privilegiada (ou privada) como uma informação que ainda não foi divulgada ao público em geral, a qual pode proporcionar vantagens competitivas ao seu portador na negociação de ações, fenômeno denominado pelos autores como *insider trading*, e gerar ganhos anormais.

Neste contexto, estudos têm buscado mensurar a utilização de informações assimétricas. Como o risco de informação não pode ser medido diretamente, os pesquisadores têm se

utilizado de diferentes *proxies*, tais como: *market-to-book*, volatilidade, intangibilidade, beta, observação de retornos anormais em relação a anúncios públicos das empresas, emissão de *American Deposits Receipts* (ADRs) e adesão a níveis diferenciados de governança (MARTINS; PAULO, 2014).

Tais *proxies* apresentam uma importante relação com *disclosure*. O *market-to-book* (MB), medido pela variação entre o valor de mercado e o valor contábil de uma companhia, decorre do fato de o valor de mercado ser capaz de capturar as expectativas futuras dos acionistas quanto aos investimentos realizados pela empresa, como suas oportunidades de crescimento (MARTINS, 2012). Assim, quanto maior a assimetria de informação, menor deve ser a *disclosure* da companhia e, conseqüentemente, o índice apresentará valores menores.

Proxies como emissão de ADRs ou adesão a níveis diferenciados de governança corporativa apresentam uma relação direta com *disclosure*, uma vez que exigem que as empresas ampliem a quantidade de informações divulgadas, o que tem a potencialidade de reduzir a assimetria informacional (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2013). Brown, Finn e Hillegeist (2001) constatam empiricamente esta relação, afirmando que quanto melhor a qualidade do *disclosure* menor a assimetria de informação. Adicionalmente, os autores ressaltam que a pontualidade quanto à divulgação de informações relevantes é fator fundamental para a busca da redução da assimetria informacional, dado que inibe a busca por informações de caráter privado por investidores.

Já a relação entre *disclosure* e retorno não apresenta um consenso na literatura atual. Algumas pesquisas anteriores identificam que maiores níveis de *disclosure* apresentam uma associação positiva e significativa com obtenção de melhor desempenho operacional, uma vez que companhias mais transparentes tendem a ser melhor avaliadas pelo mercado (SILVEIRA, 2002). Adicionalmente, companhias que apresentam melhor desempenho têm maior incentivo para divulgar informações que as companhias que reportam um desempenho pior (GARAY *et al.*, 2013). Assim, as companhias com maiores retornos tendem a construir seus *websites* de forma a dar maior destaque ao seu bom desempenho, divulgando um volume maior de informações do que as solicitadas por órgãos reguladores (BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006).

Por outro lado, alguns autores afirmam que as companhias tendem a selecionar as informações divulgadas, reduzindo a sua divulgação voluntária quando apresentam informações não favoráveis a elas (ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002). Além disso, alguns estudos sugerem que os gestores podem estar preocupados em manter sua competitividade e, conscientemente, não utilizam todas as opções de divulgação oferecidas pela

internet para proteger as suas vantagens competitivas (BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006). Assim, este estudo buscará evidenciar em que sentido o retorno das companhias apresenta relação com *disclosure* no mercado latino-americano.

O retorno corporativo pode ser mensurado e conceituado por uma série de fatores. Segundo Love (2011), as análises de desempenho corporativo podem ser divididas em três grupos principais: desempenho operacional, baseando-se em indicadores de retorno sobre o ativo e sobre patrimônio; valor de mercado, vastamente medido pelo Q de Tobin; e a relação com o retorno da ação. Estes indicadores proporcionam informações acerca da “capacidade de geração de recursos por parte da empresa, sob diferentes critérios” (CEPEFIN, 2009, p. 208), aspecto primordial de análise em empresas com fins lucrativos. Este estudo buscará não só evidenciar a relação de *disclosure* com o retorno financeiro, mas também com o retorno econômico para os investidores e credores, abarcando os três grupos identificados por Love (2011).

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

2.4.1 Risco de informação da companhia

Para divulgar informações corporativas aos *stakeholders* e *shareholders* de forma homogênea, a companhia necessita de um meio de comunicação que possa alcançá-los de forma eficiente e simultânea (GANDIA, 2008). A internet preenche estes critérios e por isso a utilização crescente deste canal pelas companhias é inevitável (BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006). Como consequência, a internet potencializa o acesso às informações a todos os *players* do mercado de forma simultânea e homogênea, reduzindo potencialmente a assimetria de informação existente na negociação das ações da companhia (ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002).

Os mercados acionários na América Latina têm se desenvolvido e, conseqüentemente, motivado discussões acerca de sua eficiência e de práticas de governança corporativa, especialmente relacionadas à utilização de informações privilegiadas (MARTINS; PAULO, 2013). Nesses países, a utilização indevida de informações privilegiadas tem ocorrido e, frequentemente, permanecido impune, dando espaço para que grupos controladores se sintam confortáveis em expropriar ganhos dos acionistas minoritários (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009). Esses casos motivaram questionamentos quanto à eficiência dos modelos de governança

corporativa, especialmente no Brasil, que, segundo Duarte e Young (2009), é um país considerado um campo fértil para a prática de *insider trading*.

Como a ocorrência destas atividades pode fazer com que investidores evitem investir nestes mercados devido ao receio de serem prejudicados, torna-se relevante analisar se a utilização da internet como meio de divulgação das informações corporativas tem contribuído para a redução da assimetria de informação. Desta forma, espera-se que haja uma relação negativa entre o ICDI e o risco de informação das companhias, o que origina a primeira hipótese de pesquisa deste estudo:

Hipótese 1: O ICDI apresenta uma relação negativa com o risco de informação das empresas abertas na Argentina, Brasil, Chile e México.

2.4.2 Retorno da companhia

As evidências empíricas encontradas nos estudos da relação entre a *disclosure* pela internet e o retorno da companhia não apresentam um consenso. De acordo com Gandia (2008), este resultado pode estar relacionado ao *gap* de expectativas entre o que os *stakeholders* esperam obter e o que efetivamente o conselho diretivo consegue prover de informações. Evidências empíricas apontam que companhias com melhor desempenho têm maior incentivo para divulgar informações que as companhias que reportam um desempenho pior (GARAY *et al.*, 2013). Por outro lado, alguns estudos apontam que as companhias tendem a selecionar as informações divulgadas tanto quando apresentam informações não favoráveis quanto para a proteção de vantagens competitivas (ETTREDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006).

Outro fator que parece ter influência sobre o potencial impacto da *disclosure* no valor da companhia é o conjunto de condições do mercado em que atua. Garay e González (2008) verificaram, em uma amostra de empresas norte-americanas, pouco ou nenhum efeito no valor da companhia quando a divulgação era maior. Os autores acreditam que este resultado está relacionado com as altas exigências de divulgação de informação nesse mercado, deixando pouco espaço para variações na *disclosure*. Já em países latino-americanos a variação do volume de informações divulgadas apresenta diferenças significativas, o que gera possibilidades de diferenciação e valorização das ações das companhias (CHONG; LOPEZ-DE-SILANES, 2007). Dessa forma, com base nas especificidades deste continente, este estudo

toma como base a observação de Chong e Lopez-de-Silanes (2007) para pressupor sua segunda hipótese:

Hipótese 2: O ICDI apresenta uma relação positiva com o retorno das empresas abertas na Argentina, Brasil, Chile e México.

Como estudos empíricos baseados em amostras na América Latina sugerem que, na média, maior volume de *disclosure* apresenta relação positiva com o valor da companhia (EASLEY; HVIDKJAER; O'HARA, 2002; LEFORT, 2005; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007; GARAY; GONZALEZ, 2008; MOREY *et al.*, 2009), busca-se verificar se esta relação pode ser observada na comparação com o ICDI. Vale destacar que os estudos focados na América Latina, na vasta maioria, não consideram o uso da internet como meio de divulgação de *disclosure*, sendo assim uma lacuna que este estudo busca preencher.

2.4.3 Variação entre países

Em países cuja proteção legal aos acionistas é baseada em *civil law*, a relevância da divulgação de informações corporativas é maior que em países com base em *common law*. Isso porque estudos sugerem que a baixa proteção legal aos investidores, consequente das ineficiências legais desses países, poderia ser sobreposta por uma maior divulgação de informações ao mercado (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002; KAPPER; LOVE, 2004; DURNEV; KIM, 2005). Como os países latino-americanos da amostra possuem a mesma origem legal e estão localizados no mesmo continente, espera-se que não apresentem resultados diferentes na relação entre a divulgação de informações corporativas na internet e as variáveis de interesse deste estudo, como já identificado por estudos anteriores que consideraram países desta região (LEFORT, 2005; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007), o que dá origem à terceira hipótese:

Hipótese 3: As relações entre o ICDI e o risco de informação e o retorno das empresas abertas na Argentina, Brasil, Chile e México não apresentam diferenças significativas.

Esta hipótese tem como fundamento, também, a observação de Bushman e Smith (2001), que afirmam que as análises entre países podem ser consideradas abordagens

promissoras para avaliar os efeitos da *disclosure* e sua relação com o risco e o retorno das companhias, já que os regimes de divulgação corporativa e de eficiência econômica apresentam diferenças importantes entre países.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Este trabalho possui um enfoque quantitativo, na medida em que busca quantificar o volume de *disclosure* das companhias e analisa suas relações com variáveis econômicas e financeiras, que representam o risco de informação e o retorno das empresas. Para responder ao problema de pesquisa, utilizou-se uma abordagem empírico-analítica, com base em técnicas estatísticas, visando a obtenção de inferências a partir de uma amostra aleatória. Segundo a classificação de Martins (1994), os estudos com abordagem epistemológica empírico-analítica possuem em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados essencialmente quantitativos, e apresentam uma preocupação com a relação entre as variáveis.

3.2 COLETA E TRATAMENTO DE DADOS

A população deste estudo abrange todas as companhias de capital aberto listadas na bolsa de valores da Argentina (Bolsa de Comércio de Buenos Aires - BCBA), do Chile (Bolsa de Comércio de Santiago - BCS), do Brasil (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo - BM&FBOVESPA), e do México (Bolsa Mexicana de Valores – BMV).

Em estudos que consideram a internet como meio de divulgação das informações, faz-se necessário restringir o período de coleta a um intervalo de tempo curto para mitigar as potenciais indisponibilidades das informações ou alterações significativas derivadas do desenvolvimento da internet (DELLER; STUBENRATH; WEBER, 1999). Adicionalmente, é importante considerar que a coleta de dados relacionados à construção de *layouts* ou atualização em *websites* não pode ser feita de forma retroativa, ou seja, só pode ser feita no presente, sendo os dados acumulados conforme o tempo de pesquisa vai sendo transcrito. Desta forma, o período de coleta das informações nos *sites* se restringiu ao mês de novembro de 2015 (dados financeiros referentes a dezembro 2014) para viabilizar a coleta e análise dos dados dentro do período disponível para a elaboração deste estudo.

Assim, a coleta de dados para a construção do índice e a elaboração das análises envolvendo a relação entre *disclosure*, o risco e o retorno das companhias foi baseada em três fontes de dados: a) o banco de dados Eikon da Reuters Thompson para todos os dados financeiros; b) o *website* das companhias, principalmente na seção de relação com os investidores, para a obtenção dos dados qualitativos do índice; e c) o site www.adr.com da J. P.

Morgan que fornece os dados de emissão de ADR com precisão. Vale destacar que se consideraram os dados relacionados à companhia listada no país em análise, seja ela uma subsidiária ou uma matriz, dado que esta é uma companhia aberta e, de acordo com a legislação local, deve apresentar seus dados.

Para a composição da amostra foram selecionadas as empresas listadas nessas bolsas que apresentaram todos os dados necessários para as análises. Assim, inicialmente foram identificadas, na base Eikon, 941 empresas listadas nos quatro países em análise que se identificavam como ativas no ano de 2014. Fazendo uma análise do instrumento financeiro listado na bolsa, foram excluídas aquelas que estavam relacionadas com fundos de investimento, já que este tipo de companhia não possui o perfil de empresa que este estudo se propõe a analisar, restando 858 empresas. A participação por país neste momento era de: Argentina com 96 empresas ou 11% da amostra; Brasil com 391 empresas ou 46% da amostra; Chile com 225 empresas ou 26% da amostra; e México com 146 empresas ou 17% da amostra.

Na sequência foram coletados os dados qualitativos das companhias para a construção do índice de transparência de cada empresa. Neste estágio não foi possível identificar o *site* de 100 empresas, inviabilizando sua participação nas análises subsequentes. Assim, a amostra foi reduzida para 758 empresas com a seguinte representatividade por país: Argentina com 81 empresas ou 11% da amostra; Brasil com 358 empresas ou 47% da amostra; Chile com 187 empresas ou 25% da amostra; e México com 132 empresas ou 17% da amostra. A descrição de como a amostra foi formada a partir da população inicial deste estudo é detalhada na Tabela 1.

Tabela 1 - Formação da amostra

	Argentina	Brasil	Chile	México	Total
Empresas ativas	97	459	230	155	941
(-) Fundos de investimentos	(01)	(68)	(05)	(09)	(83)
(-) Sem <i>website</i>	(15)	(33)	(38)	(14)	(100)
Amostra final	81	358	187	132	758

Fonte: Elaboração própria.

3.3 ÍNDICE DE *DISCLOSURE*

Pode-se verificar na literatura que a utilização de índices para estimar o volume de *disclosure* das companhias pela internet tem sido vasta (FEYITIMI, 2014; GARAY *et al.*, 2013; XIAO; YANG; CHOW, 2004; GANDIA, 2008). Isso porque a *disclosure* não pode ser obtida como um dado primário. Assim, os estudos acerca da *disclosure* se diferenciam pelo conjunto de componentes considerados relevantes para a formação dos índices, pela sua forma de

interpretação e pelas metodologias de análise consideradas, configurando uma limitação neste tipo de estudo (FEIYTIMI, 2014).

Para minimizar a subjetividade envolvida na construção de um índice, optou-se por utilizar o modelo elaborado e testado por Garay *et al.* (2013). Este modelo é uma variação do índice elaborado por Geerings, Bollen e Hassink (2003), porém foi aplicado para mercados emergentes com a adição de elementos de governança da OECD, razão pela qual se optou por utilizá-lo. Assim, não é foco deste estudo propor alterações ou questionar os itens selecionados para compor o índice. No entanto, o modelo é significativo para a disseminação tanto de informações obrigatórias como de informações voluntárias, ao mesmo tempo em que possibilita analisar os recursos de comunicação com os acionistas utilizados nos *websites* de cada companhia da amostra evidenciando ampla abrangência dos pontos que buscou-se analisar neste trabalho.

O índice possui 33 questões, conforme detalhado na Tabela 1. As questões podem ser divididas em cinco seções: relatórios anuais e periódicos (12 questões), divulgação de notícias (7 questões), formas de apresentação de informações (7 questões), relação direta com investidores (4 questões), e opções de obter *disclosure* por áudio ou vídeo (3 questões). Estas seções foram definidas no estudo de Geerings, Bollen e Hassink (2003), ainda que Garay *et al.* (2013) tenha acrescentado 3 itens na Seção I (Balanço Anual dos anos anteriores, Demonstração de Resultados dos anos anteriores, Demonstração de Fluxo de Caixa de anos anteriores) e 1 item na Seção II (Composição do conselho de administração), e podem, segundo os autores, serem agrupadas formando três estágios de desenvolvimento das companhias na divulgação de informações corporativas pela internet: i) a divulgação de informação básicas contidas nos relatórios tradicionais (itens da Seção I); ii) o investidor tem acesso a informações adicionais ao relatório tradicional, mas ainda precisa combinar informações de diferentes fontes para estar bem informado (itens da Seção II); e iii) a companhia faz o uso pleno das ferramentas e possibilidades disponibilizadas pela internet para divulgar informações aos investidores (itens das Seções III, IV, e V).

Para uma mais ampla compreensão acerca destes estágios de desenvolvimento é importante o detalhamento das informações mensuradas em cada seção. A Seção I está focada em mensurar a divulgação pela internet de informações dos relatórios anuais, interinos e dados selecionados, as quais, em geral, já eram demandadas na divulgação de informações corporativas nos jornais ou pelos órgãos reguladores. A Seção II busca quantificar o quanto a internet está sendo utilizada para disponibilizar informações específicas para os investidores, tanto em termos de conteúdo (ex: preço da ação) como de estrutura (ex: calendário de

divulgação), as quais estão disponíveis em diversas fontes e assim demandam um esforço adicional do investidor para encontrá-las caso não estejam no *site*, reduzindo a facilidade de obtê-las.

A Seção III se refere a itens que identificam a utilização de vantagens específicas oferecidas pela internet para a divulgação de informações. Isso envolve as vantagens apresentadas pela internet na forma como as informações podem ser divulgadas, facilitando o manejo e compreensão dos dados. Outra vantagem importante da internet é o foco da Seção IV, a possibilidade de contato direto entre o investidor e a companhia. E, por fim, a Seção IV busca identificar as formas mais avançadas de *disclosure* possibilitadas pela internet que compreendem a interação entre a companhia e os investidores. Cada um dos itens e suas respectivas seções são detalhados no Quadro 1.

Quadro 1 - Questionário do ICDI

Seção I: Relatórios anuais e periódicos	Balanço Anual	1
	Balanço Anual dos anos anteriores	2
	Demonstração de Resultados	3
	Demonstração de Resultados dos anos anteriores	4
	Relatórios interinos e periódicos	5
	Notas Explicativas	6
	Demonstração de Fluxo de Caixa	7
	Demonstração de Fluxo de Caixa de anos anteriores	8
	Relatórios de sustentabilidade e/ou social	9
	Relatório Corporativo de anos anteriores	10
	Dados financeiros históricos	11
	Dados contábeis selecionados	12
Seção II: Divulgação de notícias	<i>Press Release</i>	13
	Calendário de divulgação de dados financeiros	14
	Preço atual no mercado de ações	15
	Organograma	16
	Composição do conselho de administração	17
	Links a sites externos de interesse aos investidores	18
	Atualização das informações a cada 24 horas	19
Seção III: Formas de Apresentação de informações	Links para suas informações contábeis	20
	Relatórios anuais em PDF	21
	Informações financeiras processáveis	22
	Informação financeira no formato XBRL	23
	O site está disponível em mais de uma língua	24
	O site possui sua própria ferramenta de busca	25
O site permite cookies	26	

Seção IV: Relação direta com os investidores	O site oferece um e-mail exclusivo para os investidores	27
	O e-mail dos acionistas pode ser fornecido para a empresa	28
	Tem uma seção de perguntas frequentes	29
	Permite aos investidores solicitarem informações adicionais	30
Seção V: Disclosure por meio de áudio ou vídeo	Permite participação em tempo real em reuniões do conselho de administração	31
	Oferece acesso a documentos (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	32
	Oferece acesso a apresentações (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	33

Fonte: Esta é uma tradução livre do índice de *disclosure* elaborado por Garay *et al.* (2013)

Como este índice é baseado nas informações disponíveis nos *sites* corporativos, principalmente na seção de informações aos investidores, o primeiro passo para esta coleta foi identificar nos *sites* das bolsas de valores o endereço eletrônico das companhias da amostra. Caso a informação não estivesse disponível no *site* da bolsa, utilizaram-se ferramentas de busca, digitando o nome da companhia ou sua sigla de identificação na bolsa. Se mesmo assim não foi possível localizar o *website*, concluiu-se que esta companhia não possui este canal de comunicação e se atribuiu o valor zero ao ICDI. Vale destacar que o procedimento descrito anteriormente visa minimizar a possibilidade de a companhia possuir um site e o pesquisador não identificá-lo. No entanto, se admite como possível limitação do estudo a não identificação do site por parte do pesquisador.

A partir daquelas companhias cujo *site* corporativo foi identificado, procedeu-se à coleta dos dados requeridos nas 33 questões detalhadas na Tabela 1. Para cada uma das questões se atribuiu 1 (um) quando o elemento foi identificado ou 0 (zero) caso contrário. É importante destacar que este índice, a variável dependente deste estudo, não compõe uma lista de melhores práticas de *disclosure* nem pretende avaliar o sistema de governança corporativa das companhias da amostra. Ele possibilita a análise de um dos elementos de grande relevância no sistema de governança corporativa, que é a transparência, isto é, se as companhias divulgam informações pertinentes aos seus negócios para os investidores por meio da internet.

3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Com base na literatura sobre o tema e em estudos anteriores realizados (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; LEFORT, 2005; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; LANZANA, 2004; BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006; ALENCAR, 2007; GANDIA, 2008; MARTINS, 2012; GARAY *et al.*, 2013), determinou-se o grupo de variáveis econômico-financeiras a serem investigadas neste estudo, em vistas de verificar a relação entre *disclosure* e o risco e o retorno das companhias.

3.4.1 Variáveis de risco de informação

Clarke e Shastri (2000) afirmam que uma das *proxies* para se mensurar assimetria de informação no mercado de capitais, que se baseia no conjunto de oportunidades de crescimento, é o índice *market-to-book*, pois captura as expectativas futuras dos acionistas quanto aos investimentos realizados. O *market-to-book* é calculado conforme Equação 1.

$$MB_{it} = VM_{it}/VC_{it} \quad (1)$$

Em que,

MB_{it} é o *market-to-book* da empresa i no período t ;

VM_{it} é o valor de mercado da companhia i no período t ; e,

VC_{it} é o valor contábil do ativo total da companhia i no período t .

Outra *proxie* amplamente utilizada para medir assimetria de informação é a volatilidade. Estudos indicam que quanto maior o nível de *disclosure*, menor é a volatilidade apresentada pelas ações (HALOV; HEIDER, 2011; MURCIA *et al.*, 2011; MARTINS; PAULO, 2014). A volatilidade de cada ação foi obtida por meio da base Eikon que considera o logaritmo da variação do preço da ação dia a dia, fechando ao final de 260 dias ao desvio padrão anual. O cálculo se baseia na Equação 2.

$$Volat_{it} = \sqrt{\frac{\sum (S_i - S_m)^2}{n \times PPA}} \quad (2)$$

Em que,

$Volat_{it}$ é a volatilidade da ação da empresa i no período t ;

S_i é o logaritmo neperiano da cotação da ação da empresa i no período t (d_i/d_{i-1}), $i = 1, \dots, n$;

S_m é a média de $S_1, S_2, S_3, \dots, S_n$; e,

PPA representa o período por ano, que neste caso é 260 dias, pois foram utilizados os preços de fechamentos diários.

Alguns estudos apontam que a intangibilidade pode ser uma *proxy* para risco de informação já que, por sua mensuração apresentar desafios, a assimetria de informação tende a ser maior em empresas que possuem um maior volume de ativos intangíveis (BARTH; KASZNIK, 1999; KANG; GRAY, 2011). A intangibilidade foi calculada conforme a Equação 3.

$$INT_{it} = AI_{it} / AT_{it} \quad (3)$$

Em que,

INT_{it} é a intangibilidade da empresa i no período t ;

AI_{it} , é o ativo intangível da empresa i no período t ; e,

AT_{it} é o ativo total da empresa i no período t .

Por fim, também se utilizará o Beta como *proxy* para risco de informação. O Beta é uma das medidas de risco mais observadas pelos investidores, pois corresponde à parte do risco sistemático que não pode ser diversificada. Isso porque uma nova informação relevante pode ajudar os investidores na obtenção de maior conhecimento sobre os riscos aos quais as firmas e seus acionistas estão submetidos, exercendo um efeito imediato sobre o valor de sua ação e, conseqüentemente, alterando o Beta (AMORIM, 2010; MARTINS, 2012). O Beta é dado pela covariância do retorno da ação com o retorno do mercado, dividida pela variância do retorno do mercado, conforme Equação 4.

$$\beta_i = \frac{cov((R_{it}), (R_{mt}))}{\sigma^2(R_{mt})} \quad (4)$$

Em que,

β_i é o beta da empresa i ;

R_{it} é o retorno da ação da empresa i no período t ; e,

R_{mt} é o retorno do mercado da empresa i no período t .

3.4.2 Variáveis de retorno

Muitas medidas e indicadores econômico-financeiros têm sido utilizados para avaliar o desempenho de uma companhia. Nesse sentido, para medir o retorno financeiro das companhias, optou-se por selecionar alguns indicadores de desempenho amplamente utilizados

em estudos anteriores como *proxies* para desempenho (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; LEFORT, 2005; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006; GANDIA, 2008; GARAY *et al.*, 2013), a exemplo do retorno sobre os ativos (*Return On Asset* – ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (*Return On Equity* – ROE).

Segundo Barber e Lyon (1996), o retorno sobre os ativos (ROA) é a medida mais utilizada para avaliar o desempenho de uma organização. Isso porque é considerado um indicador capaz de identificar o quanto cada ativo gerou de retorno para uma companhia. Assim, o ROA pode ser considerado uma medida da eficiência global da empresa em gerar lucros com os ativos disponíveis. O retorno dos ativos foi calculado conforme Equação 5.

$$ROA_{it} = LL_{it} / AT_{(it-1)} \quad (5)$$

Em que,

ROA_{it} é o retorno dos ativos da empresa i no período t ;

LL_{it} , é o lucro líquido da empresa i mensurado pelo EBIT no período t ; e,

$AT_{(it-1)}$ que é o ativo total da empresa i no período $t-1$ (período anterior).

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é outro indicador amplamente utilizado para avaliar o desempenho econômico-financeiro de uma companhia. O ROE indica o quanto de retorno uma empresa gerou em comparação ao capital nela investido pelos seus acionistas. O ROE foi obtido de acordo com Equação 6.

$$ROE_{it} = LL_{it} / (PL_{(it-1)} - LL_{it}) \quad (6)$$

Em que,

ROE_{it} é o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia i no período t ;

LL_{it} , é o lucro líquido da companhia i mensurado no período t ; e,

$PL_{(it-1)}$ é o patrimônio líquido da companhia i no período $t-1$ (período anterior).

A maior parte dos estudos se restringe a fazer uma análise do retorno geral da companhia. Porém, outro aspecto de grande relevância quando se está analisando o retorno de uma companhia é sua capacidade de gerar retorno aos acionistas. O retorno total aos acionistas

(TSR – *Total Shareholder Return*) nada mais é que a variação do valor de mercado da ação somado aos dividendos pagos pela empresa no período, antes dos impostos. O resultado evidencia a capacidade que a ação tem de gerar valor para o acionista em um determinado período (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2012).

O TSR é uma métrica de retorno que se baseia em fatores econômicos e não em informações contábeis. Desta forma, apresenta maior sensibilidade aos diferentes níveis de *disclosure*, pois a divulgação de qualquer informação tem a capacidade de impactar positiva ou negativamente o valor da ação. O TSR é uma medida amplamente aceita pelos investidores internacionais e requerida pela SEC nos Estados Unidos (PEREZ, 2015). No Brasil, a Fundação Getúlio Vargas (FGV) publica anualmente o ranking GVA 50, que classifica as principais empresas negociadas na BM&FBovespa. O TSR foi calculado de acordo com a Equação 7.

$$TSR_{it} = \frac{Div_{it-1}}{P_{it-1}} + \frac{P_{it}-P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (7)$$

Em que,

TSR é o retorno total ao acionista da companhia i no período t ;

Div_{it-1} é o total de dividendos mais ganhos de capital da companhia i no período $t-1$;

P_{it-1} é o preço da ação da companhia i no período $t-1$; e,

P_{it} é o preço da ação da companhia i no período t .

Outro benefício advindo da transparência corporativa é a redução do custo de capital de terceiros, o que representa um retorno para o credor (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; VERRECCHIA, 2001). Assim as companhias que possuem maior nível de evidenciação têm como retorno um menor custo de capital. O retorno aos credores é calculado de acordo com a Equação 8.

$$RC_{it} = J_{it}/PO_{it} \quad (8)$$

Em que,

RC_{it} é o retorno aos credores da companhia i no período t ;

J_{it} , são os juros da companhia i mensurados no período t ; e,

PO_{it} , é o passivo oneroso da companhia i , composto pelo endividamento total, mensurado no período t .

Está se considerando como passivo oneroso o endividamento total de cada companhia.

3.4.3 Variáveis de controle

A variável de controle é um fator ou fenômeno que o investigador anula ou neutraliza de forma proposital em um estudo com a finalidade de impedir que este efeito interfira na análise da relação entre as variáveis independentes e dependentes (LAKATOS; MARCONI, 1985). Com isso, as variáveis de controle foram selecionadas com base na influência que poderiam exercer sobre as análises relacionadas a risco e retorno.

Foram definidas como variáveis de controle a emissão de *American Depository Receipt* (ADR), o tamanho da companhia, a liquidez do volume de negociação de ações e o país da empresa. A inclusão da *dummy* de controle para emissão de ADRs se baseia no fato de que a regulação imposta pelos Estados Unidos para a emissão de ADRs demanda das companhias a divulgação de um volume maior de informações ao público do que as exigidas nos mercados latino-americanos, levando-as a ter um grau de *disclosure* superior às companhias que só negociam localmente (LEFORT, 2005; GARAY *et al.*, 2013).

O tamanho da companhia foi incluído como variável de controle pois empresas maiores tendem a apresentar maior grau de *disclosure*, já que o custo de preparação é proporcionalmente menor do que para companhias menores e porque o tamanho da empresa por si só pode gerar um retorno maior (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; GEERINGS; BOLLEN; HASSINK, 2003; GANDIA, 2008). Para classificar as companhias será calculada a mediana do Ativo Total da amostra para cada país, separadamente, uma vez que os tamanhos dos *players* de cada mercado são significativamente distintos. Assim, a variável *dummy* de controle assumiu valor 1 (um) para empresas com tamanho acima da mediana e valor 0 (zero) para os demais casos.

A liquidez também foi incluída, dado que é razoável considerar que empresas cujas ações sejam mais negociadas no mercado tendem a apresentar maior *disclosure*, pois se assume que o seu capital é pulverizado entre um número maior de acionistas (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; DANTAS *et al.*, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2010). Neste estudo, a liquidez é identificada pela variável de volume médio de ações negociadas, obtido no banco de dados Eikon, sendo representada por uma variável binária que assume o valor 1 (um) quando a companhia possui volume de negócios acima da mediana e valor 0 (zero) caso contrário. E, por

fim, foi inserido um controle por país onde opera cada empresa, com vistas a possibilitar a comparação de resultados.

3.5 MODELO DE REGRESSÃO

Após o cálculo do índice para cada uma das companhias, procedeu-se à análise da relação entre o ICDI e as variáveis de risco e retorno das companhias. Para esta investigação, utilizou-se o modelo Tobit, também conhecido como modelo de regressão censurada, o qual foi desenvolvido por James Tobit (1958) e pode ser considerado um modelo híbrido entre regressões lineares multivariadas e o modelo Probit. Por este motivo, sua estimação é realizada pelo método da Máxima Verossimilhança.

Seu diferencial é que este modelo possibilita a estimação da relação entre a variável dependente truncada ou censurada e outras variáveis explicativas, fornecendo parâmetros consistentes. Assim, sua vantagem em relação aos outros modelos é que o Tobit lida com casos em que a variável dependente é limitada ao intervalo (0,1), somente com valores positivos (MARTINS, 2012).

Neste estudo, o Tobit se apresentou como apropriado devido à variável dependente ser censurada, isto é, não ser livremente distribuída entre $-\infty$ e $+\infty$, apresentando uma concentração de observações em que o ponto de máximo e mínimo não se deve a alguma variável latente. De acordo com Greene (1997), esse modelo pode ser definido de acordo com a Equação 9.

$$Y_i^* = \beta' x_i + u_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (9)$$

Em que, Y_i^* é a variável dependente estimada, x_i representa o conjunto de variáveis explicativas designadas pelo vetor (1 x k):

$$X_i = [1, X_{2i}, X_{3i} \dots X_n] \quad (10)$$

E β' é o vetor de parâmetro (k x 1) que representa os coeficientes que quantificam o efeito de cada variável explicativa sobre a variável dependente. Porém a variável Y_i^* não é observada em todo o seu domínio. A variável Y_i , isto é, o ICDI, é definida da seguinte forma:

$$Y_i = \begin{cases} Y_i^*, & \text{se } 0 \leq Y_i^* \leq 1 \\ 0, & \text{se } Y_i^* < 0 \text{ ou } Y_i^* > 1 \end{cases} \quad (11)$$

Por fim, o u_i é uma sequência de variáveis aleatórias independentes e identicamente distribuídas (i.i.d). De acordo com Greene (1997), o valor esperado de Y_i^* , considerando as variáveis independentes $x_i(x_1, x_2, x_3 \dots x_n)$, pode ser encontrado por meio da Equação 12.

$$\begin{aligned} E(y_i|x_i) &= Prob(y_i = 1) \times E(y_i|y_i = 1) + Prob(y_i < 1) \times E(y_i|y_i < 1) \\ &= x_i' \beta \Phi\left(\frac{\beta x_i}{\sigma}\right) + \phi\left(\frac{\beta x_i}{\sigma}\right) \end{aligned} \quad (12)$$

Em que σ representa o desvio-padrão dos termos de erro; Φ representa a função distribuição cumulativa normal e ϕ a função de densidade normal avaliadas em $\left(\frac{\beta x_i}{\sigma}\right)$. Neste modelo, a influência de cada variável explicativa não é avaliada pela interpretação direta dos coeficientes do modelo, mas sim através do efeito marginal das variáveis explicativas no valor esperado de Y_i^* dado por:

$$\frac{\partial E(y_i|x_i)}{\partial x_i} = \beta \Phi\left(\frac{\beta x_i}{\sigma}\right) \quad (13)$$

Obtidos os efeitos marginais das variáveis incluídas no modelo, é possível determinar o impacto de cada uma delas sobre o ICDI. Desta forma, nesta pesquisa, as regressões foram estimadas para as *proxies* de risco e retorno partindo da equação 14:

$$\begin{aligned} ICDI_i &= \gamma_1 + \gamma_2 MB_i + \gamma_3 Volat_{.i} + \gamma_4 INT_i + \gamma_5 BETA_i + \gamma_6 ROA_i + \gamma_7 ROE_i \\ &+ \gamma_8 TSR_i + \gamma_9 RC_i + \gamma_{10} ADR_i + \gamma_{11} TAM_i + \gamma_{12} LIQ_i + u_t \end{aligned} \quad (14)$$

Em que, γ_1, \dots, n são os parâmetros estimados, MB_i é o índice *market-to-book*, $Volat_{.i}$ é a volatilidade, INT_i é a intangibilidade, $BETA_i$ é o beta, ROA_i é o retorno sobre ativos, ROE_i é o retorno sobre o patrimônio líquido, TSR_i é o retorno total aos acionistas, RC_i é o retorno aos credores, ADR_i é a variável de controle para *American Depository Receipts* (ADRs), TAM_i é o controle para o tamanho das companhias medido pelo ativo total, LIQ_i é o controle para liquidez medido pelo log do volume médio das ações negociadas e u_t é o termo de erro.

Vale destacar que para estimar a regressão em amostras censuradas não se pode utilizar o Método de Mínimos Quadrados Ordinários, uma vez que o parâmetro se tornaria tendencioso e inconsistente como consequência da ausência de informações de algumas observações ou pela censura de dados observados (GUJARATI, 2006; LONG, 1997). Adicionalmente, devido à

necessidade de considerar na amostra somente empresas abertas que possuísem *sites*, a seletividade da amostra também não foi aleatória, ou seja, pode-se supor que a maior parte das empresas selecionadas são empresas com maior disposição para serem mais transparentes.

Desta forma, com a utilização do MQO poderia existir um viés na amostra, não possibilitando a generalização dos resultados da pesquisa para a população no caso dos testes de regressão múltipla utilizando o MQO. A estimação pelo método Tobit visa corrigir este viés, já que a existência da amostra censurada é considerada, podendo assim os resultados serem extrapolados para toda a população. Para verificar a possível alteração das relações devido ao modelo de estimação utilizado, a regressão principal foi estimada com base no MQO e todos os sinais das relações e a significância estatística encontradas utilizando o Tobit foram mantidas. Assim, como o Tobit apresenta melhor grau de ajustamento do modelo às variáveis, optou-se por utilizá-lo como método de estimação.

4 RESULTADOS

Esta seção se inicia com a análise das estatísticas descritivas relacionadas às variáveis e às seções do ICDI, tanto de uma forma setorial como na perspectiva regional. Em seguida são apresentadas as análises descritivas das variáveis financeiras que foram utilizadas como *proxies* para risco e retorno. Por fim, apresentam-se as análises de correlação e os resultados das regressões que evidenciam as relações identificadas.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Inicialmente, buscou-se analisar se a amostra apresenta alguma concentração setorial, o que poderia causar um viés nos resultados da pesquisa, já que alguns setores são mais regulados do que outros, como os setores financeiro e elétrico. A divisão de setores seguiu os dados disponibilizados pela base de dados Eikon, da Thomson Reuters, que, por sua vez, foram agrupados nos mesmos quatro grandes setores utilizados por Garay *et al.* (2013), com vistas a possibilitar análises comparativas. As empresas agrupadas na coluna “outros” se referem àquelas que não possuíam classificação setorial na base de dados. A Tabela 2 sumariza os dados das companhias por setor e por país.

Tabela 2 – Número de companhias analisadas, por setor e por país. 2014.

Países / Setor	Comércio	Financeiro	Indústria	Serviços	Outros	Total
Argentina	18	12	18	19	14	81
Brasil	97	54	87	73	47	358
Chile	52	30	50	34	21	187
México	48	34	36	8	6	132
Total	215	130	191	134	88	758

Fonte: Elaboração própria.

O principal setor entre as companhias na amostra é o Comércio, que concentra 215 empresas (ou 28,4% de toda a amostra). Este também foi o principal setor em cada um dos países, com exceção da Argentina. A Indústria apresentou a segunda maior concentração setorial, com 191 empresas (25,2%) que, se somadas com as empresas do setor de Comércio, representam mais da metade de toda a amostra analisada, com 53,6%. Os setores Serviços e Financeiro representaram, respectivamente, 17,7% e 17,2% do total de empresas, tendo a Argentina a maior concentração percentual (23,5%) de empresas do setor de Serviços e o México (25,8%) a maior concentração do setor Financeiro.

Para o cálculo do índice de transparência (ICDI), buscou-se identificar no site de cada uma das companhias os 33 itens de análise propostos por Garay *et al.* (2013). Estes itens estão divididos em cinco seções relacionadas aos estágios de utilização da internet como ferramenta de divulgação de informações corporativas, como apresentado na seção 3.3 deste trabalho.

A Tabela 3 resume os resultados da coleta de dados do índice de forma percentual para cada item e país. Na Seção I (relatórios anuais e periódicos), observou-se o maior percentual de cumprimento dos itens de divulgação (79,5%) considerando a amostra como um todo. O Brasil apresentou o maior resultado, com 82,3% das companhias cumprindo, em média, os itens de *disclosure* sobre seus relatórios anuais e periódicos, e a Argentina o menor resultado, com 61,6% das empresas. O item que apresentou o menor percentual médio de *disclosure* foi o “Relatórios sustentabilidade e/ou social”. Uma possível explicação para este fato é que este relatório é relativamente mais novo que os demais relatórios financeiros tradicionais listados nesta seção.

Vale destacar que a Seção I é a que possui maior número de questões (12). No estudo realizado por Garay *et al.* (2013) a Seção I também foi a que apresentou o maior cumprimento dos itens, porém, no período de 2006/2010 atingiu cerca de 61,4% dos itens. Assim, é possível verificar um avanço na *disclosure* da região, de 61,4% para 79,5%, entre 2010 e 2014, indicando que houve melhoria na divulgação de informações financeiras na América Latina.

Nas Seções II (divulgação de notícias) e III (formas de apresentação de informações), as companhias cumpriram em média com 52,9% e 50,9% dos itens, respectivamente. Na dimensão de divulgação de notícias (Seção II), os itens “links a sites externos de interesse” (34,2%) e “atualização das informações a cada 24 horas” (39,1%) foram os que apresentaram a menor média. Interessante notar que os dois itens estão relacionados à exploração da internet como ferramenta de divulgação e não diretamente ao compartilhamento de informações corporativas.

Na dimensão formas de apresentação das informações (Seção III), os itens “informações financeiras em formato BRLX” (0,3%) e “informações financeiras processáveis” (23,5%) apresentaram as menores médias, também sendo estas diretamente relacionadas às possibilidades da utilização de *softwares* e ferramentas da internet para tornar a comunicação com o mercado mais disponível. Quando comparados com os resultados encontrados por Garay *et al.* (2013), 42% na Seção II e 31% na Seção III, novamente se pode verificar que houve um aumento no nível de divulgação de informações pelas empresas latino-americanas.

A Seção IV (relação direta com os investidores) e a Seção V (*disclosure* por meio de áudio e vídeo) apresentaram o cumprimento de 53,0% e 47,8% dos itens, respectivamente.

Esses resultados foram fortemente sustentados pelas companhias brasileiras, uma vez que elas representam 47% da amostra total e atenderam mais de 60,0% dos itens em cada seção. Retirando as companhias brasileiras, a média da Seção IV se reduziria para 44,6% e a da Seção V para 30,9%. Esses resultados evidenciam um avanço significativo em termos de divulgação de informações na América Latina, especialmente nestas duas dimensões, pois na pesquisa de Garay *et al.* (2013) estas foram as dimensões que apresentaram os menores valores de cumprimento dos itens, com 20% na Seção IV e 11% na Seção V.

Tabela 3 – Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI), por país (%). 2014

Itens	Argentina	Brasil	Chile	México	Total
Painel A: Seção I					
Balanço Anual	71,6	96,4	91,4	90,2	91,4
Balanço Anual dos anos anteriores	71,6	96,1	86,1	87,9	89,6
Demonstração de Resultados	70,4	96,4	91,4	90,2	91,3
Demonstração de Resultados dos anos anteriores	70,4	96,1	86,1	87,9	89,4
Relatórios interinos e periódicos	63,0	95,5	70,1	90,2	84,8
Notas Explicativas	69,1	96,4	91,4	90,2	91,2
Demonstração de Fluxo de Caixa	65,4	96,4	90,9	89,4	90,5
Demonstração de Fluxo de Caixa de anos anteriores	65,4	96,1	86,1	87,1	88,8
Relatórios sustentab. e/ou social	21,0	24,3	31,0	37,1	27,8
Relatório corpor. anos anteriores	58,0	32,4	86,1	48,5	51,2
Dados financeiros históricos	69,1	95,5	85,0	87,9	88,8
Dados contábeis seletivos	44,4	66,2	83,4	73,5	69,4
Média da Seção I	61,6	82,3	81,6	80,0	79,5
Painel B: Seção II					
Press Release	54,3	86,0	74,9	78,8	78,6
Calendário de dados financeiros	17,3	66,2	13,9	29,5	41,6
Preço atual no mercado de ações	22,2	53,9	34,8	45,5	44,5
Organograma	40,7	56,4	84,5	37,9	58,3
Composição do conselho de adm.	46,9	76,0	90,4	62,9	74,0
Links a sites externos de interesse	32,1	31,8	43,9	28,0	34,2
Atualização das info. a cada 24 horas	17,3	53,4	15,0	47,0	39,1
Média da Seção II	32,8	60,5	51,0	47,1	52,9
Painel C: Seção III					
Links para suas informações contábeis	67,9	96,1	90,4	89,4	90,5
Relatórios anuais em PDF	64,2	96,1	90,4	90,2	90,2
Informações financ. Processáveis	2,5	42,5	9,6	4,5	23,5
Informação financ. no formato XBRL	0,0	0,0	0,5	0,8	0,3
Site disponível em mais de uma língua	61,7	70,7	35,3	76,5	62,0
Site possui ferramenta de busca	34,6	79,1	47,1	44,7	60,4
O site permite cookies	14,8	44,4	3,7	33,3	29,3
Média da Seção III	35,1	61,3	39,6	48,5	50,9
Painel D: Seção IV					
Site tem e-mail exclusivo para investidores	24,7	72,1	38,5	58,3	56,3
E-mail dos acionistas pode ser fornecido para a empresa	53,1	76,3	51,3	46,2	62,4
Tem uma seção de perguntas frequentes	11,1	46,6	16,6	22,7	31,3
Permite os investidores solicitarem informações adicionais	77,8	76,0	90,4	43,9	74,1
Média da Seção IV	41,7	67,7	49,2	42,8	56,0
Painel E: Seção V					

Permite participação em tempo real em reuniões do conselho de adm.	16,0	53,4	9,6	28,8	34,3
Oferece acesso a documentos (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	21,0	94,7	79,7	28,0	71,5
Oferece acesso a apresentações (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	21,0	58,4	31,6	42,4	45,0
Média da Seção V	19,3	68,8	40,3	33,1	50,3
Média total do ICDI	43,6	70,2	58,5	57,6	62,3

Fonte: Elaboração própria.

Considerando todas as 33 questões do índice, as empresas da amostra, em média, atenderam a 62,3% dos itens, uma média pouco mais de 20 pontos maior do que a observada por Garay *et al.* (2013) há cerca de quatro anos (41%). O Brasil se destacou com a maior média de itens atendidos (70,2%), sendo seguido do Chile (58,5%) e México (57,6%), com pouco mais da metade dos itens atendidos. Por outro lado, a Argentina cumpriu menos da metade dos itens do índice (43,6%).

Na coleta realizada por Garay *et al.* (2013) até 2010, o Brasil igualmente obteve a liderança no índice de transparência (55%), porém era seguido pelo México (50%) e, na terceira posição, pelo Chile (38%). A Argentina (34%) também apresentava o menor grau de divulgação, considerando os resultados destes quatro países. Assim, considerando uma análise da evolução da *disclosure* por país entre o presente estudo e o realizado por Garay *et al.* (2013), o México foi o que apresentou o menor grau de desenvolvimento no período. Este resultado também é apontado por Garay *et al.* (2013) em sua análise do desenvolvimento da *disclosure* por país entre os anos de 2006 à 2010.

Considerando os resultados do ICDI por setor, detalhados na Tabela 4, pode-se perceber que não há fortes diferenças entre os setores, tanto considerando a média como a mediana, corroborando com os resultados encontrados por Geerings, Bollen e Hassink (2003) e Garay *et al.* (2013). A diferença de valores entre a média e a mediana indica a presença de *outliers* na amostra, situação na qual a mediana representa melhor a amostra, no entanto, optou-se por não excluir nenhuma empresa da amostra para que as análises pudessem abranger toda a informação disponível.

O setor de Serviços, que engloba empresas de energia, de telecomunicações, e de serviços públicos, apresentou a maior mediana, com 72,7% de itens atendidos, e os de Comércio e de Indústria foram os menores, com 66,7% e 63,6%, respectivamente. Apesar de o setor Financeiro ser fortemente regulado, ele apresentou a segunda maior mediana, com 68,2% dos itens atendidos. Este resultado também foi encontrado por Garay *et al.* (2013) quando as médias atingidas pelos setores Serviços e Financeiro foram de 50% e 43%, respectivamente. Destaca-

se, ainda, que no setor de Serviços se está considerando indústrias altamente reguladas, como as de infraestrutura.

Fazendo uma análise por país, Argentina e México foram os que reportaram as menores medianas em todos os setores, com exceção do Financeiro, no qual a Argentina foi a segunda mais bem avaliada (72,7%), e no de Serviços, em que o México atinge a segunda maior média (68,2%). Em ambas as situações o Chile ficou com a segunda menor mediana. O Brasil apresentou consistentemente a maior mediana no ICDI.

Tabela 4 – Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI), por setor e por país (%). 2014.

País	Comércio		Financeiro		Industria		Serviços		Outros	
	Média	Mediana								
Argentina	34,8	34,8	67,7	72,7	39,4	42,4	60,1	63,6	16,9	7,6
Brasil	72,8	81,8	72,7	81,8	71,0	78,8	77,8	81,8	45,1	43,9
Chile	58,7	60,6	64,1	63,6	60,5	63,6	62,7	65,2	38,6	42,4
México	58,0	57,6	58,4	63,8	60,1	62,1	58,7	68,2	37,0	39,4
Total	62,9	66,7	66,5	68,2	63,3	63,6	70,3	72,7	38,4	39,4

Fonte: Elaboração própria.

Como a emissão de *American Depository Receipts* (ADRs) exige maiores níveis de divulgação de informações, está-se considerando esta informação como uma variável de controle nas regressões. Conforme discriminado na Tabela 5, cerca de 18,3% das companhias da amostra possuem ADRs. Como era de se esperar, a média do ICDI entre as companhias que possuem ADR (76,4%) é maior do que as que não possuem (59,1%). Entre as companhias que possuem ADR, somente a amostra mexicana apresentou um valor abaixo de 70%. A Argentina foi o país que apresentou a maior diferença entre as médias do ICDI entre empresas com ADR e aquelas sem ADR (71,6% contra 36,8%). Em termos numéricos, o México teve o maior número de empresas com ADR, proporcionalmente, com 38 empresas ou 28,8% de toda a amostra mexicana, e o Chile foi o que concentrou o menor número de companhias (12), representando 6,4% da sua amostra.

Tabela 5 – Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI), por ADR e por país (%). 2014.

País	Com ADR			Sem ADR		
	N	Média	Desvio	N	Média	Desvio
Argentina	16	71,6	45,1	65	36,8	48,2
Brasil	73	84,0	36,7	285	66,7	47,1
Chile	12	81,6	38,8	175	57,0	49,5
México	38	62,2	48,5	94	55,7	49,7
Total	139	76,4	42,5	619	59,1	49,2

Fonte: Elaboração própria.

Na Tabela 6, pode-se visualizar uma outra forma de analisar a amostra em questão, dividindo-a por tamanho da empresa. Considerando o valor do ativo total no final de 2014, a mediana da amostra como um todo foi de US\$ 882,4 milhões. Conforme evidenciado na Tabela 6, as companhias maiores (com ativo total maior) divulgaram, em média, mais informações, conforme previsto na literatura (GEERINGS; BOLLEN; HASSINK, 2003; BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006), confirmando a relevância de se considerar o tamanho como uma variável de controle nesta análise. Assim, como cada país tem mercados de tamanhos distintos, também se realizou uma análise considerando a mediana do tamanho por país.

O México apresentou a maior mediana (US\$ 1.936,4 milhões) e a menor diferença dos resultados do índice entre as companhias acima (ICDI de 60,2%) e abaixo (ICDI 56,1%) da mediana do tamanho. Por outro lado, a Argentina reportou a menor mediana de tamanho (US\$ 229,7 milhões) e a maior distância entre os resultados da divulgação de informações entre as companhias acima (ICDI de 58,8%) e abaixo (ICDI de 30,5%) dessa mediana. Os dados de ativo total não estavam disponíveis para 38 empresas da amostra.

Tabela 6 – *Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI), por tamanho e por país (%). 2014.*

País	Mediana	> Mediana		< Mediana		N/d	Total
	Milhões (US\$)	N	ICDI	N	ICDI	N	N
Argentina	229,76	39	58,8	38	30,5	4	81
Brasil	1.117,21	167	80,0	166	63,8	25	358
Chile	471,35	92	68,8	91	48,9	4	187
México	1.936,43	64	60,2	63	56,1	5	132
Total	882,46	360	72,5	360	54,0	38	758

Fonte: Elaboração própria.

Adicionalmente, pode-se replicar esta mesma análise considerando a liquidez das ações das companhias, mensurada pelo volume médio de negociação de suas ações. Os resultados considerando a mediana da liquidez, por país, são apresentados na Tabela 7. Conforme identificado na literatura (VANSTRAELEN; ZAZERSKI; ROBB, 2003; BOLLEN; HASSINK; BOZIC, 2006), as companhias que apresentam liquidez maior que a mediana de cada país também reportam um maior grau de cumprimento médio dos itens do ICDI, indicando melhor *disclosure*. Com exceção do México, todos os outros países apresentam uma diferença de mais de 10 pontos percentuais, indicando uma diferença significativa na *disclosure* das empresas entre o grupo de companhias com ações mais líquidas e o grupo com ações menos líquidas.

O México novamente apresenta a maior mediana (13,876) e a menor diferença dos resultados do índice entre as companhias acima (ICDI de 65,4%) e abaixo (ICDI 62,3%) da

mediana da liquidez. Por outro lado, o Chile reportou a maior distância entre os resultados da divulgação de informações entre as companhias acima (ICDI de 74,1%) e abaixo (ICDI de 59%) dessa mediana. Os dados de liquidez das ações não estavam disponíveis para 268 empresas da amostra.

Tabela 7 – Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI), por liquidez e por país (%). 2014.

País	Mediana*	> Mediana		< Mediana		N/d	Total
	LN	N	ICDI	N	ICDI	N	N
Argentina	10,154	28	59,3	28	47,9	25	81
Brasil	12,175	121	84,9	121	71,2	116	358
Chile	12,803	49	74,1	48	59,0	90	187
México	13,876	48	65,4	48	62,3	36	132
Total	12,390	246	76,4	244	64,0	268	758

Fonte: Elaboração própria. Nota: em que * é o logaritmo natural do volume médio de ações negociadas e N é o número de empresas.

Para finalizar a análise descritiva, apresenta-se na Tabela 8 a análise estatística das variáveis de risco e retorno das companhias analisadas, bem como das variáveis de controle utilizadas. Todas as variáveis, tanto de risco como de retorno e de controle, apresentam diferenças entre os valores da média e da mediana. A análise dos pontos máximo e mínimo confirmam que há intervalos significativos nos resultados encontrados para cada variável, gerando esta distinção. Em casos onde há uma elevada dispersão das observações, a mediana representa melhor os pontos de análise dos dados do que a média, uma vez que não são afetadas por valores extremos. Considerando o desvio padrão, pode-se afirmar que as quatro variáveis de retorno são aquelas que apresentam os maiores graus de dispersão nos resultados, com destaque para o Retorno do Credor (RC) e Retorno Total do Acionista (TSR).

Tabela 8 – Estatística básica das variáveis independentes e de controle. 2014.

Estatísticas	Média	Mediana	Des. Pad.	Mínimo	Máximo	Observações	
Variáveis de Risco	MB*	0,9	0,5	3,3	0,0	76,3	669
	Volat.*	37,8	33,2	30,4	0,0	309,3	655
	INT**	7,8	1,3	15,4	-7,0	89,1	594
	Beta*	0,6	0,5	0,5	-2,3	2,8	572
Variáveis de Retorno	ROA**	-3,4	3,5	133,2	-3294,3	291,9	705
	ROE**	11,7	11,0	97,1	-1691,3	862,1	705
	TSR**	19,1	-7,2	172,4	-89,5	2783,9	567
	RC**	146,5	7,6	2738,7	-1,3	64112,7	551
Variáveis de Controle	TAM	20,4	20,6	2,3	8,4	27,0	720
	LIQ	12,0	12,4	3,1	0,0	19,8	480
	ADR	0,2	0,0	0,4	0,0	1,00	758

Notas: As variáveis independentes consideradas foram o índice market-to-book (MB), volatilidade (Volat), intangibilidade (INT.), Beta, retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno total aos acionistas (TSR), retorno aos credores (RC). As variáveis que possuem * são apresentadas como índices e as que possuem ** em percentual. As variáveis de controle referem-se a tamanho (TAM), apresentado pelo log natural do ativo total, liquidez do volume médio de ações negociadas (LIQ), expressa em log natural, e *american deposits receipts* (ADRs).

Entre as variáveis de risco, a volatilidade (Volt.) apresenta o maior desvio padrão (30,4), seguida da intangibilidade (INT) (15,4), fazendo com que a média e a mediana também apresentem valores mais dispersos. Na última coluna da Tabela 8, pode-se verificar o tamanho da amostra considerada para cada uma das variáveis, com o número de observações totais para cada variável. A variação do total de empresas sendo consideradas decorre da indisponibilidade dos dados necessários para o cálculo das variáveis e, assim, foram retiradas das amostras.

4.2 ANÁLISE DE PRESSUPOSTOS

Para avaliar o grau de relacionamento entre as variáveis analisadas neste estudo é apresentada na Tabela 9 a matriz de correlação. Esta matriz permite a visualização de quais variáveis apresentam relações significantes entre si, o que permite a análise do grau de associação entre as variáveis de *disclosure*, risco e retorno e, ainda, possibilita identificar a existência de possíveis indícios de multicolinearidade entre as variáveis do estudo.

Para definir qual seria a melhor matriz de correlação a ser considerada na análise foi realizado o teste de normalidade de *Kolmogorov-Smirnov* para verificar se as variáveis possuíam uma distribuição normal. Com exceção da variável Beta, todas as demais variáveis apresentaram um *p*-valor $< 0,05$, o que implica na rejeição da hipótese nula de que as variáveis possuem uma distribuição normal. Assim, apresenta-se na Tabela 8 a matriz de correlação de *Spearman*.

Entre as quatro variáveis utilizadas como *proxy* para risco, somente o MB apresentou uma relação de forma não significativa. As demais variáveis de risco apresentaram uma relação positiva e significativa com o ICDI, ao contrário do esperado. Entre as variáveis *proxy* para retorno, todas apresentaram relação significativa com o ICDI, porém o ROA (0,174) e o ROE (0,168) apresentaram relação positiva e o TSR (-0,205) e o RC (-0,158) tiveram relação negativa. Estas relações são um indicativo dos sinais que serão encontradas na análise de regressão, quando tais relações são exploradas com mais profundidade.

Tabela 9 – Matriz de Correlação entre as variáveis. 2014.

	ICDI	MB	Volat.	INT	Beta	ROA	ROE	TSR
MB	-0,042							
Volat.	0,261**	-0,280**						
INT	0,267**	0,228**	-0,025					
Beta	0,325**	-0,062	0,309**	0,110*				
ROA	0,174**	0,539**	-0,201**	0,098*	-0,004			
ROE	0,168**	0,295**	-0,156**	0,080	0,053	0,675**		
TSR	-0,205**	0,335**	-0,374**	0,022	-0,066	0,199**	0,166**	
RC	-0,158**	-0,110**	0,181**	-0,137**	-0,048	-0,081	0,048	0,042

Notas: As variáveis investigadas foram o Índice de (ICDI), o *market-to-book* (MB), volatilidade (Volat), intangibilidade (INT), Beta, retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno total aos acionistas (TSR), retorno aos credores (RC). A amostra é formada por 747 empresas com dados de Dezembro 2014. Apresentam-se o coeficiente de Spearman e sua significância, onde *** é significante a 1%, ** a 5%.

Em se tratando de multicolinearidade entre as variáveis, alguns autores indicam que a forma mais simples para investigar a presença ou não de multicolinearidade é a análise da matriz de correlação (LIN; CHEN, 2005; BROOKS, 2008). Para Lin e Chen (2005), nas correlações cujos coeficientes sejam menores do que 0,7 a multicolinearidade não apresenta problema nas análises de regressão. Para Brooks (2008), esse problema surge somente em relações em que o coeficiente é maior que 0,8. Na Tabela 9 o maior coeficiente de correlação foi observado entre o ROE e o ROA, cujo valor foi de 0,675. Desta forma, é possível presumir que não há problemas de multicolinearidade.

Adicionalmente, é analisado o fator de inflação da variância (VIF) das variáveis. De acordo com Geerings, Bollen e Hassink (2003), o grau de tolerância de multicolinearidade calculado pelo VIF é de 20. Conforme evidenciado na Tabela 10, todos os resultados se mantiveram entre 1 e 2, confirmando que as variáveis não apresentam graus de multicolinearidade significativos que afetem as análises de regressão.

Tabela 10 – Resultados do teste VIF. 2014.

	MB	Volat.	INT	Beta	ROA	ROE	TSR	RC
VIF	1,17	1,21	1,02	1,06	1,36	1,15	1,04	1,01

Notas: As variáveis investigadas foram o *market-to-book* (MB), volatilidade (Volat), intangibilidade (INT), Beta, retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno total aos acionistas (TSR) e retorno aos credores (RC).

4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO

Após a identificação das relações potenciais entre o ICDI e as variáveis explicativas, foram estimados modelos de regressão Tobit para testar os efeitos marginais e a significância da relação entre a divulgação de informações das companhias por meio da internet, medida pelo *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), e as variáveis de risco e retorno das companhias. A partir da estimação de um modelo multivariado com base na Equação 14,

contendo o ICDI, todas as *proxies* de risco e retorno, além das variáveis de controle ADR, Tamanho e Liquidez. Seus resultados são apresentados na Tabela 11.

Pode-se verificar que a estatística Qui-Quadrado (115,90) do modelo estimado é significativa ao nível de 1%, indicando sua robustez à análise das relações preestabelecidas. Já a significância da Constante indica que há outras variáveis, não incluídas no modelo, que podem afetar as relações do ICDI com o risco e o retorno das empresas.

Tabela 11– Regressão ICDI x variáveis de risco e retorno. 2014.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z
Constante	59,44	2,32	25,56***
MB	-2,01	1,06	-1,88*
Volat.	0,02	0,03	0,65
INT	0,14	0,05	2,59***
Beta	2,16	1,86	1,16
ROA	0,11	0,09	1,31
ROE	0,00	0,01	0,20
TSR	-0,00	0,00	-1,56
RC	-0,01	0,00	-3,16***
ADR	5,94	2,08	2,85***
TAM	6,43	2,02	3,17***
LIQ	8,22	2,15	3,82***
Qui-Quadrado	115,90	p-valor	0,000
Log. Veross.	-1575,08	Akaike	3176,16
Schwarz	3227,14	Hannan-Quinn	3196,40

Notas: As variáveis investigadas foram o *market-to-book* (MB), volatilidade (Volat), intangibilidade (INT), Beta, retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno total aos acionistas (TSR), retorno aos credores (RC), *american depositary receipts* (ADR), o tamanho (TAM) medido pelo ativo total, e a Liquidez do volume médio de ações negociadas (LIQ). Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 373 observações na estimação da regressão. Apresentam-se o coeficiente da regressão e sua significância, onde *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%.

No que se refere às *proxies*, os efeitos marginais sobre o ICDI têm o mesmo sinal dos coeficientes de correlação apresentados na Tabela 9. No entanto, é possível verificar que somente três das oito *proxies* apresentaram relações significantes estatisticamente com o ICDI. Entre as relações significantes, a *proxy* que apresentou a relação mais forte com o ICDI foi o índice *Market-to-book* (-2,01), com relação negativa, indicando que a melhora da *disclosure* da empresa gera uma redução do risco de informação capturado pelo *Market-to-book*. Como o *Market-to-book* é capaz de capturar a assimetria de informação e a expectativa de mercado em relação à valorização ou desvalorização da empresa, esperava-se uma relação negativa dessa variável com o ICDI (ASLAN *et al.*, 2001; MARTINS; 2012), confirmada neste estudo. Isto indica que o aumento da *disclosure* das empresas reduz a diferença entre seu valor de mercado e o valor contábil.

Já a Intangibilidade apresentou relação positiva (0,14) e significativa com o ICDI, ao contrário do esperado. Este resultado pode estar relacionado ao esforço adicional de divulgação

que as companhias latino-americanas com intangíveis maiores têm para criar maior confiança nos investidores e atrair mais capital (GANDIA, 2003; LEFORT, 2005; GARAY *et al.*, 2013). Assim, quanto maior a intangibilidade da empresa maior é o volume de informações que ela precisa divulgar para transparecer credibilidade e possibilitar uma correta precificação pelo mercado.

Por fim, no que se refere ao risco, as variáveis Beta e Volatilidade não apresentaram relações significantes, não permitindo, de forma geral, inferências sobre suas relações com a *disclosure* em internet das empresas. Os resultados encontrados para estas duas últimas variáveis, relações positivas e não significantes, não foram esperados, já que na literatura atual é esperado que as relações entre um maior volume de divulgação de informações e variáveis *proxy* para risco, representadas pelo Beta e a Volatilidade, evidenciem relações negativas e significantes. Isso porque um maior nível de evidenciação levaria à redução do risco de informação (BUSHEE; NOE, 2000; AMORIM, 2010; MURCIA *et al.*, 2011; MARTINS, 2012).

Entre as variáveis de retorno, somente o Retorno aos Credores (-0,01) apresentou relação significativa com o ICDI, sugerindo que, para a amostra total, em 2014 a *disclosure* das empresas não afetou o retorno da companhia para o capital total (ROA) e para o acionista (ROE e TSR). No entanto, a relação encontrada entre o RC e o ICDI foi negativa, ao contrário do esperado, uma vez que, com base na literatura, um maior grau de *disclosure* levaria a um menor custo de capital e, conseqüentemente, maior retorno aos credores (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; VERRECCHIA, 2001).

Mesmo sem significância estatística, o ROA e o ROE reportaram relações positivas (0,11 e 0,00), assim como encontrado por Etterdige, Richardson e Scholz (2002), Bollen, Hassink e Bozic (2006) e Gandia (2008) para amostras de companhias não localizadas na América Latina, sugerindo que a performance das companhias não apresenta uma relação direta com *disclosure* na internet entre empresas latino-americanas. Já o TSR, que é uma medida que antecipa o crescimento e incorpora expectativas do mercado, evidenciou relações negativas (-0,00). De acordo com Perez (2015), esta relação pode ocorrer dado que o TSR pode ser influenciado por fatores além da divulgação de informações das companhias alterando o sinal de sua relação.

Quanto às variáveis de controle (ADR, Tamanho e Liquidez), percebe-se que apresentaram relações positivas e significantes, conforme esperado, indicando que têm a capacidade de alterar as relações observadas, isto é, as relações entre *disclosure*, risco e retorno podem ser diferentes sob certas circunstâncias. Assim, empresas que possuem ADR, que têm

ativos totais superiores à mediana de seu país e que possuem maior liquidez no volume de negociações de suas ações utilizam a internet de forma mais intensa para divulgar suas informações.

Para analisar a influência de cada variável de controle sobre a amostra em questão foram realizadas estimações para o conjunto de *proxies* (risco e retorno), cujos resultados são apresentados nas Tabelas 12 e 13.

Tabela 12 – Regressão ICDI x variáveis de risco com controle por ADR, TAM e LIQ. 2014.

Variável	Controle por ADR		Controle por TAM		Controle por LIQ	
	Coefficie.	Estat. z	Coefficie.	Estat. z	Coefficie.	Estat. z
Constante	59,51	31,47***	55,50	24,74***	57,92	30,56***
MB	-1,36	-1,60	-1,45	-1,47	-1,90	-2,07**
Volat.	-0,01	-0,41	0,02	0,59	0,02	0,73
INT	0,26	4,10***	0,17	1,89*	0,21	2,75***
Beta	9,44	5,36***	7,65	2,92***	6,43	3,06***
D(ADR)	15,37	2,82***				
D*MB	2,24	1,04				
D*Volat.	0,12	1,36				
D*INT	-0,21	-1,70*				
D*Beta	-12,39	-2,88***				
D(TAM)			10,63	2,89***		
D*MB			2,88	1,80*		
D*Volat.			0,08	1,30		
D*INT			-0,00	-0,00		
D*Beta			-4,77	-1,40		
D(LIQ)					20,64	4,21***
D*MB					1,36	0,80
D*Volat.					0,03	0,43
D*INT					-0,13	-1,24
D*Beta					-10,18	-2,75
Qui-Quadrado	96,70***		118,56***		128,06***	
Log. Verossimilhança	-2113,01		-2104,05		-2100,27	
Schwarz	4294,16		4276,23		4268,69	
Akaike	4248,02		4230,09		4222,55	
Hannan-Quinn	4266,14		4248,21		4240,67	

Notas: Em que, as variáveis investigadas foram o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), o *market-to-book* (MB), a Volatilidade (Volat), a Intangibilidade (INT), o Beta, D(ADR) é uma variáveis *dummy* de controle para as empresas que possuem *american depository receipts* (ADR) negociados na Bolsa de Nova Iorque, D(TAM) é a *dummy* de controle para Tamanho da empresa e D(LIQ) é a *dummy* de controle para Liquidez do volume médio de ações negociadas. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 490 observações na estimação. Coeficie é o coeficiente e Estat. z é a estatística da variável. Apresentam-se o coeficiente da regressão e sua significância, onde *** é significativa a 1%, ** é 5% e * a 10%.

A Tabela 12 reúne os resultados para a análise do ICDI com as *proxies* de risco, considerando cada variável de controle. Com controle por ADR, percebe-se que, considerando a amostra que inclui as empresas que não possuem ADR, houve relação positiva e significativa do ICDI com a Intangibilidade (0,26) e o Beta (9,44), indicando o aumento dessas variáveis quando o *disclosure* se amplia. Por outro lado, entre as empresas que possuem ADR, essas mesmas variáveis foram significantes, todavia, as relações se invertem e ficam negativas com a Intangibilidade (-0,21) e o Beta (-12,39). Isto revela que, com base nessas duas *proxies*, a

disclosure na internet teve efetividade na redução do risco apenas de empresas que possuem ADR negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE).

De acordo com a literatura, companhias que possuem ADR devem se enquadrar em um nível de divulgação de informações mais elevado que as empresas que não possuem. Desta forma, espera-se que estas últimas somente divulguem suas informações obedecendo às exigências da legislação nacional, que são inferiores às requeridas pelo mercado norte-americano (BOPP, 2003; LEFORT, 2005; GARAY *et al.*, 2013; MARTINS; PAULO, 2014).

No que se refere ao controle com base no tamanho das empresas, observou-se que entre as companhias que possuem o ativo total menor que a mediana de seu país de origem houve relação positiva e significativa do ICDI com a Intangibilidade (0,17) e o Beta (7,65), sugerindo que, com o aumento da *disclosure*, estas variáveis também se ampliam. Já entre as empresas que possuem o ativo total maior que a medida do país, somente o *Market-to-book* (2,88) apresentou relação significativa, porém positiva.

Esse resultado vai de encontro à literatura, que prevê que empresas maiores utilizam a internet de forma mais intensa para divulgar informações que companhias pequenas e, assim, reduzem o risco (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; GEERINGS; BOLLEN; HASSINK, 2003; BOLLEN, HASSINK; BOZIC, 2006; GANDIA, 2008). Porém, considerando que as companhias maiores divulgam mais informações e, com isso, atraem um maior número de investidores, aumentando a liquidez dos seus ativos, isso pode gerar uma redução da volatilidade e alterar o sinal da relação entre *disclosure* e o *Market-to-book* (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

O controle com base na liquidez das ações negociadas evidenciou que, entre as empresas com menor volume de Liquidez, a Intangibilidade (0,21) e o Beta (6,43) também apresentaram relação positiva e significativa com o ICDI, ao contrário do esperado. Adicionalmente o *Market-to-book* (-1,90) apresentou relação negativa e significativa com o ICDI, indicando que quanto maior a divulgação de informações, menor seria o risco capturado pelo *Market-to-book* da companhia.

Esses resultados estão em linha com estudos anteriores os quais afirmam que é razoável esperar que ações com maior liquidez indiquem uma maior pulverização de capital, que, por sua vez, demanda níveis maiores de *disclosure* (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; DANTAS *et al.*, 2005). Apesar do controle por Liquidez apresentar significância estatística, todos os resultados obtidos entre as empresas com liquidez acima da mediana de seu país não apresentaram significância estatística, sugerindo que na amostra de 2014 não há uma relação

direta entre as *proxies* de risco e a divulgação de informações pela internet entre as companhias com ações mais líquidas.

Vale destacar que nas três estimações considerando as variáveis *dummy* tanto para risco, na Tabela 12, como as três estimações com os controles para as *proxies* de retorno, na Tabela 13, apresentaram estatística Qui-Quadrado significativa ao nível de 1%, indicando que as análises das relações preestabelecidas possuem robustez.

Tabela 13 – Regressão ICDI x variáveis de retorno com controle por ADR, TAM e LIQ. 2014.

Variável	Controle por ADR		Controle por TAM		Controle por LIQ	
	Coefficie.	Estat. z	Coefficie.	Estat. z	Coefficie.	Estat. z
Constante	65,50	58,57***	61,48	44,71***	63,78	54,27***
ROA	0,09	1,26	0,11	1,63	0,00	0,02
ROE	0,01	0,95	0,01	0,66	-0,00	-0,20
TSR	-0,00	-1,53	-0,04	-3,04***	-0,03	-2,65***
RC	0,00	0,51	0,00	0,88	-0,01	-2,27**
D(ADR)	11,41	5,09***				
D*ROA	0,21	0,89				
D*ROE	-0,02	-0,57				
D*TSR	0,00	0,18				
D*RC	-0,00	-0,31				
D(TAM)			13,54	6,96***		
D*ROA			-0,14	-0,79		
D*ROE			-0,01	-0,49		
D*TSR			0,03	2,55**		
D*RC			-0,01	-2,46**		
D(LIQ)					11,31	5,53***
D*ROA					0,34	1,85*
D*ROE					0,00	0,29
D*TSR					0,02	1,83
D*RC					0,01	2,29**
Qui-Quadrado	41,76***		75,71***		88,92***	
Log. Verossimilhança	-1984,27		-1969,24		-1963,64	
Schwarz	4035,91		4005,86		3994,66	
Akaike	3990,54		3960,49		3949,29	
Hannan-Quinn	4008,41		3978,36		3967,16	

Notas: Em que, as variáveis investigadas foram o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), o Retorno sobre Ativos (ROA), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno Total aos Acionistas (TSR), o Retorno aos Credores (RC), D(ADR) é uma variável *dummy* de controle para as empresas que possuem *american depositary receipts* (ADR) negociados na Bolsa de Nova Iorque, D(TAM) é a *dummy* de controle para Tamanho da empresa e D(LIQ) é a *dummy* de controle para Liquidez do volume médio de ações negociadas. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 457 observações na estimação. Coeficie é o coeficiente e Estat. z é a estatística da variável. Apresentam-se o coeficiente da regressão e sua significância, onde *** é significativa a 1%, ** é 5% e * a 10%.

Na Tabela 13 são apresentados os resultados consolidados da análise das relações do ICDI com as *proxies* de retorno considerando as três variáveis de controle (ADR, TAM e LIQ). Apesar de a *dummy* ADR apresentar significância estatística, as relações encontradas tanto para as empresas que não possuem ADR como para as que possuem não apresentaram significância, sugerindo que a divulgação de informações pela internet não impacta diretamente o retorno das companhias na amostra considerada.

Esse resultado também foi encontrado em trabalhos anteriores e corrobora com as relações encontradas na primeira estimação, apresentada na Tabela 11 (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; BOLLEN; HASSINK, 2003; GANDIA, 2008). Adicionalmente as relações obtidas foram divergentes, sendo que o ROA e o TSR (0,21 e 0,00) apresentaram relações positivas com o ICDI, e o ROE e o RC (-0,02 e -0,00) reportaram relações negativas.

Considerando a *dummy* Tamanho, entre as empresas que possuem o ativo total abaixo da mediana do país foi evidenciada uma relação negativa e significativa do TSR (-0,04) com o ICDI, indicando que o retorno aos acionistas se reduz quando há um maior nível de divulgação. No entanto, esta relação se inverte quando consideradas as companhias que apresentaram maior tamanho, passando a ser positiva e significativa (0,03), conforme esperado (PEREZ, 2015). Isso indica que, para as empresas maiores, um aumento da divulgação de informações pela internet amplia o retorno esperado aos acionistas. Adicionalmente, entre as empresas maiores, o RC (-0,01) apresentou uma relação negativa e significativa, indo de encontro com a literatura (LEFORT, 2005; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007; GARAY; GONZALEZ, 2008; MOREY *et al.*, 2009).

Nas estimações incluindo a *dummy* Liquidez, entre as empresas menos líquidas, pode-se observar relações negativas e significantes do ICDI com o TSR e o RC (-0,03 e -0,01), ou seja, um maior nível de divulgação levaria a uma redução do retorno aos credores e aos acionistas. No entanto, quando se considera somente as empresas mais líquidas, estas relações se alteraram e o ROA e o RC (0,34 e 0,01) passam a apresentar relações positivas e significantes com o ICDI. Este resultado evidencia que, com base nessas duas *proxies*, a *disclosure* na internet teve efetividade na ampliação do retorno tanto sobre os ativos da empresa como para os credores, em linha com o que é esperado pela literatura, a qual defende que empresas com ações mais líquidas obtêm maiores retornos (DANTAS *et al.* 2005; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002).

Para aprofundar o entendimento sobre as relações de risco e retorno na região é de suma importância analisá-las de forma segregada por país. A análise entre países permite avaliar o efeito da *disclosure* com o risco e o retorno das companhias de forma mais precisa, já que os regimes de divulgação de informações entre os países apresentam diferenças e suas economias podem apresentar eficiências diferentes, ambos interferindo nestas relações (BUSHMAN; SMITH, 2001; LEFORT, 2005). Os resultados das estimações para cada país são apresentados nas Tabelas 14 e 15.

Na Tabela 14 são apresentadas as estimações considerando as *proxies* para risco, com controle por país. Considerando o modelo com controle para as empresas da Argentina, pode-se verificar que entre as demais empresas (não argentinas) foram encontradas relações positivas e significantes do ICDI com a Intangibilidade e o Beta (0,19 e 9,62, respectivamente), ao contrário do esperado, que era o fato de uma maior divulgação de informações reduzir o risco (ASLAN *et al.*, 2001; MARTINS; 2012). A relação com a Intangibilidade coincide com aquela observada para toda a amostra (Tabela 11), já o Beta não apresentou relação significativa naquela oportunidade.

Tabela 14 – Regressão ICDI x variáveis de risco com controle por País. 2014.

Variável	Argentina		Brasil		Chile		México	
	Cofeicie.	Estat. z						
Constante	62,03	34,66***	57,92	24,82***	67,92	26,73***	62,61	32,95***
MB	0,31	0,37	-1,28	-1,44	-1,69	-1,62	-0,96	-1,15
Volat.	0,01	0,52	-0,15	-2,17**	-0,05	-1,49	-0,01	-0,35
INT	0,19	3,46***	0,19	2,46**	0,20	3,46***	0,26	4,02***
Beta	9,62	6,08***	11,08	5,58***	7,19	3,17***	9,69	5,59***
D(ARG)	-31,48	-2,75***						
D*MB	-4,04	-2,07**						
D*Volat.	-0,00	-0,01						
D*INT	-0,05	-0,25						
D*Beta	17,99	1,53						
D(BRA)			16,68	0,00***				
D*MB			1,47	0,95				
D*Volat.			0,00	0,09				
D*INT			-0,00	-0,00				
D*Beta			2,13	0,67				
D(CHI)					-11,49	-2,92***		
D*MB					1,48	0,90		
D*Volat.					0,07	0,59		
D*INT					-0,10	-0,54		
D*Beta					3,20	0,94		
D(MEX)							-11,44	-1,23
D*MB							5,51	1,49
D*Volat.							0,06	0,25
D*INT							-0,11	-0,84
D*Beta							-3,09	-0,56
Qui-Quadrado	113,48***		180,75***		63,23***		59,22***	
Log. Verossim.	-2106,11		-2080,25		-2127,40		-2129,16	
Schwarz	4280,36		4228,64		4322,94		4326,46	
Akaike	4234,22		4182,50		4276,80		4280,32	
Hannan-Quinn	4252,34		4200,62		4294,92		4298,44	

Notas: Em que, as variáveis investigadas foram o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), o *market-to-book* (MB), a Volatilidade (Volat), a Intangibilidade (INT), o Beta, D(ARG) é uma variáveis *dummy* de controle para as empresas argentinas, D(BRA) é a *dummy* de controle para empresas brasileiras, D(CHI) é a *dummy* de controle para empresas chilenas e D(MEX) é a *dummy* de controle para empresas mexicanas. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 490 observações na estimação. Coeficie é o coeficiente e Estat. z é a estatística da variável. Apresentam-se o coeficiente da regressão e sua significância, onde *** é significante a 1%, ** é 5% e * a 10%.

A *dummy* para o país Argentina apresentou significância na regressão com as *proxies* de risco, porém, evidenciou relação negativa, ou seja, quando a companhia está localizada na

Argentina, implica um menor nível de *disclosure*. Com a inclusão dessa *dummy*, e consequente restrição da amostra a somente empresas argentinas, o *Market-to-book* (-4,04) foi a única variável que apresentou relação estatisticamente significativa com o ICDI, indicando que o aumento da *disclosure* tende a reduzir o risco mensurado por essa variável. A relação encontrada foi em linha com a literatura, que afirma que uma maior divulgação de informações tem a capacidade de reduzir o risco (ASLAN *et al.*, 2001; MARTINS; 2012), assim como com o resultado para toda a amostra da América Latina, conforme Tabela 11. Todavia, suas outras relações foram não significantes.

Quando o controle é realizado para o país Brasil, observa-se que entre as empresas fora desse país as relações significantes ocorreram entre o ICDI e três *proxies* para risco, porém a Intangibilidade e o Beta (0,19 e 11,08) apresentaram relações positivas e a Volatilidade (-0,15) negativa. Por outro lado, considerando apenas as empresas brasileiras dessa amostra, as relações encontradas não evidenciaram significância estatística, isto é, não se pode afirmar que uma ampliação da *disclosure* de informações na internet pode reduzir o risco das companhias exclusivamente do Brasil. É importante destacar que a *dummy* para o Brasil reportou relação positiva e significativa com o ICDI, assim, o fato de a companhia estar localizada no Brasil implica em uma maior evidenciação pela internet.

Na estimação com controle para o Chile, as relações entre o ICDI e a Intangibilidade e o Beta (0,20 e 7,19, respectivamente) foram positivas e significantes para as empresas fora desse país. Assim como para a Argentina, a *dummy* Chile apresentou uma relação significativa, porém negativa com o ICDI, ou seja, companhias localizadas no Chile apresentam menor grau de divulgação. No entanto, nas relações entre as empresas do Chile não se observou relação de significância, sugerindo que o aumento da divulgação nas empresas chilenas não tem o poder de reduzir o risco das companhias. Quando o controle é feito para o México, nota-se que as relações positivas da Intangibilidade (0,29) e do Beta (9,69) se repetem, todavia, para as empresas exclusivamente daquele país, assim como para a *dummy* para o México, não houve relação de significância. Assim, não se pode afirmar que a divulgação afete o risco dessas companhias. Isto é, o fato de a companhia ser sediada no México não influencia o nível de divulgação pela internet.

Na Tabela 15 são apresentados de forma consolidada os resultados das estimações entre as *proxies* para retorno e o controle por país. Apesar das *dummies* para a Argentina, Brasil e Chile manterem relações significantes com o ICDI, nenhuma das relações encontradas com a inclusão do controle para estes países apresentou significância estatística. Isso implica que não

se pode afirmar que um aumento na divulgação de informações entre empresas localizadas nestes três países produz um aumento do retorno das companhias.

Tabela 15 – Regressão ICDI x variáveis de retorno com controle por País. 2014.

Variável	Argentina		Brasil		Chile		México	
	Coefficie.	Estat. z						
Const.	70,06	70,21***	60,00	41,12***	69,91	62,52***	70,09	67,04***
ROA	0,12	1,84*	0,16	0,99	0,17	2,44**	0,08	1,17
ROE	0,01	0,81	0,01	0,59	0,01	0,97	0,01	0,73
TSR	-0,00	-1,21	0,00	0,50	-0,08	-5,11***	-0,01	-1,66*
RC	0,00	0,37	-0,01	-2,25**	0,00	0,38	9,76	0,32
D(ARG)	-16,77	-3,80***						
D*ROA	-0,19	-0,53						
D*ROE	-0,00	-0,10						
D*TSR	0,00	0,05						
D*RC	-0,00	-0,43						
D(BRA)			15,50	7,53***				
D*ROA			0,00	0,03				
D*ROE			0,00	0,03				
D*TSR			-0,03	-0,91				
D*RC			0,00	2,25				
D(CHI)					-6,32	-2,55**		
D*ROA					-0,33	-1,06		
D*ROE					-0,01	-0,26		
D*TSR					0,08	5,13		
D*RC					-0,00	-1,50		
D(MEX)							1,33	0,26
D*ROA							0,60	1,85*
D*ROE							-0,00	-0,13
D*TSR							-0,00	-0,27
D*RC							-1,71	-3,11***
Qui-Quadrado	41,46***		106,39***		48,25***		31,59***	
Log. Verossim.	-1984,40		-1956,41		-1981,31		-1988,90	
Schwarz	4036,18		3980,19		4030,00		4045,17	
Akaike	3990,81		3934,82		3934,63		3999,80	
Hannan-Quinn	4008,68		3952,69		4002,50		4017,67	

Notas: Em que, as variáveis investigadas foram o *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), o Retorno sobre Ativos (ROA), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno Total aos Acionistas (TSR), o Retorno aos Credores (RC), D(ARG) é uma variável *dummy* de controle para as empresas argentinas, D(BRA) é a *dummy* de controle para empresas brasileiras, D(CHI) é a *dummy* de controle para empresas chilenas e D(MEX) é a *dummy* de controle para empresas mexicanas. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 490 observações na estimação. Coeficie é o coeficiente e Estat. z é a estatística da variável. Apresentam-se o coeficiente da regressão e sua significância, onde *** é significante a 1%, ** é 5% e * a 10%.

Já na estimação que considera o controle para o México, apesar de a *dummy* não apresentar significância estatística, ou seja, a localização da companhia no México não impactar o nível de *disclosure*, foram encontradas relações significantes. O ROA (0,60) evidenciou uma relação positiva, assim, à medida que as empresas mexicanas ampliam seu grau de evidênciação na internet, o retorno sobre os ativos também se amplia, em linha com a literatura investigada (ETTERDGE; RICHARDSON; SCHOLZ, 2002; BOLLEN; HASSINK, 2003; GANDIA, 2008).

Por outro lado, o RC (-1,71) apresentou uma relação negativa, ao contrário do esperado pela literatura, em que um maior grau de *disclosure* levaria um menor custo de capital e conseqüente maior retorno aos credores (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; VERRECCHIA, 2001). Assim, como a vasta maioria das interações com a *dummy* por país, tanto para as *proxies* de risco como de retorno, não apresentaram significância estatística, não se pode afirmar que há diferenças entre os países, ainda que a Argentina e o Chile tenham apresentado relação negativa e significativa com o ICDI, o Brasil positiva e significativa e o México não tenha obtido relação significativa com o ICDI.

Por fim, é importante considerar que todas as estimações com controle para país, tanto para as *proxies* de risco como para as de retorno, apresentaram a estatística Qui-quadrado significantes em todos os modelos estimados, confirmando a robustez desses modelos, o que possibilita a utilização de seus resultados de forma confiável.

5 CONCLUSÃO

Em um primeiro estágio, este estudo buscou analisar em que extensão a internet é utilizada como ferramenta para a divulgação de informações corporativas. Neste sentido, foram coletadas informações de *disclosure* nos *websites* de 758 empresas latino-americanas, por meio de um índice de divulgação (ICDI), e a análise descritiva dos resultados desse índice evidenciou que a região como um todo apresentou uma evolução dos seus níveis de divulgação de forma significativa nos últimos cinco anos, já que atingiu 62,3% do total de itens requeridos pelo ICDI, pouco mais de 20 pontos acima dos 41% observados por Garay *et al.* (2013), que utilizou o mesmo indicador para uma amostra latino-americana com dados até 2010. Neste período, Brasil e Chile foram os países que mais se desenvolveram em termos de divulgação de informações pela internet, se destacando, respectivamente, como o primeiro e o segundo país da amostra com maiores divulgações.

Em um segundo estágio, este trabalho buscou verificar se as relações negativas com o risco e positivas com o retorno, apontadas pela literatura, poderiam ser observadas em empresas da América Latina. Baseado nos resultados da Tabela 11, para toda a amostra, nota-se que as *proxies* de risco apresentaram resultados significantes para duas variáveis (*Market-to-Book* e Intangibilidade), porém com sinais divergentes, sendo a primeira uma relação negativa e a outra positiva. Desta forma, não se pode concluir o sentido da relação entre o ICDI e as *proxies* de risco, pelo menos considerando as *proxies* utilizadas e a amostra analisada. Assim, não é possível confirmar a primeira hipótese (H1), que afirma que a relação seria negativa e significativa.

Todavia, quando se incluiu as variáveis de controle no estudo, a exemplo do controle por empresas que possuem ADR negociados nos Estados Unidos, a Intangibilidade e o Beta passaram a apresentar relações negativas e significantes. Assim, pode-se observar que a H1 só é confirmada entre as empresas que possuem ADRs, isto é, para a *disclosure* interferir efetivamente nas relações e minimizar o risco, ela deve ser elevada ao rigor de mercados desenvolvidos, como o norte-americano, o que coincide com o que a literatura estudada aponta. Com isso, é possível inferir que as características intrínsecas das firmas, com a emissão de ADR, são capazes de afetar a relação de sua *disclosure* com o risco da companhia.

Entre as *proxies* para o retorno, os resultados da Tabela 11 evidenciaram que somente uma variável obteve relação significativa, porém, negativa, de maneira contrária ao que era esperado. Assim, não se confirmou a segunda hipótese (H2) deste estudo, que esperava observar

uma relação positiva e significativa entre o ICDI e as *proxies* para o retorno. Entretanto, quando foram considerados os controles por Tamanho ou Liquidez, esses resultados se alteraram.

Com controle por Tamanho, ainda que o TSR tenha evidenciado uma relação positiva e significativa, o RC reportou relação negativa e significativa, e novamente não foi possível confirmar a H2. Porém, quando se restringiu a amostra às companhias com maior Liquidez na negociação de ações, o ROA e o RC apresentaram relações positivas e significantes, sendo possível inferir que a *disclosure* tenha afetado positivamente retorno. Assim, os resultados sugerem que o aumento da divulgação somente apresentará um impacto positivo no retorno caso as companhias também apresentem alta liquidez na negociação de suas ações. No entanto, vale destacar que tanto para mensurar o risco como o retorno foram utilizadas *proxies*, e que toda *proxy* tem a limitação de refletir não só o fenômeno em questão, mas também outras informações que são incorporadas por ela.

Desta forma, com base nos dados observados, é possível inferir que há outros fatores influenciando as relações, e que não foram incluídos no conjunto de variáveis analisado neste trabalho. A significância da constante em todas as estimações confirma esta afirmação. Entre os principais fatores que podem estar influenciando as relações na América Latina é razoável supor que o risco país e a baixa proteção legal dos países da amostra podem interferir nas relações. Adicionalmente, por se tratar de uma análise que considera a internet como canal de divulgação legislações relacionadas a este meio, como o marco civil da internet no Brasil, podem afetar a divulgação através deste canal e impactar sua utilização.

Assim, como sugerido em trabalhos anteriores (GARAY; GONZÁLEZ, 2008; MOREY *et al.*, 2009; HERMANLIN; WEISBACH, 2012; GARAY *et al.* 2013), as companhias desta região precisam fazer um esforço adicional para se diferenciarem e conquistarem a confiança dos investidores, sobrepondo os desafios encontrados na região. A redução do risco entre as empresas com maior *disclosure* e o aumento do retorno entre as que possuem maior liquidez, possibilitando uma rápida saída dos investidores, de certa forma confirmam a necessidade deste esforço adicional das empresas em divulgar informações, bem como a insegurança dos investidores nestes mercados, os quais preferem se manter em empresas que tenham alto volume de divulgação, mas que também proporcionem a possibilidade de retirada de seus investimentos de forma rápida.

Por fim, em um terceiro estágio, foram realizadas estimações considerando os países como *dummies* com o objetivo de verificar se haveria diferenças significativas das relações encontradas entre os países. Foi interessante observar que nem todas as *dummies* apresentaram relação significativa com o ICDI, como foi o caso do México, e que mesmo entre as que

obtiveram significância, houve divergência nos sinais das relações. A Argentina e o Chile apresentaram relações negativas com o ICDI, ou seja, isto sugere que o fato de a empresa estar localizada nestes países implicaria em uma menor divulgação de informações. O Brasil foi o único país que apresentou relação positiva e significativa.

Estes resultados confirmam as primeiras conclusões extraídas da análise descritiva, em que o Brasil se destacou em todas as seções do índice de *disclosure*, evidenciando sua superioridade de divulgação pela internet em relação aos seus pares na região. Apesar destas diferenças, não se pode afirmar que o efeito *disclosure* apresenta diferenças significativas entre os países no impacto com o risco e o retorno das empresas. Isso porque um número muito reduzido de observações, tanto para as *proxies* para o risco (*Market-to-book* na Argentina) como entre as *proxies* para o retorno (ROA e RC no México), apresentou relações com significância estatística, confirmando a Hipótese 3.

REFERÊNCIAS

ALENCAR, R. C. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 104f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

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, Aug, 1970.

AKHIGBE, A.; MARTIN, A. Valuation impact of Sarbanes-Oxley: evidence from disclosure and governance within the financial service industry. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 3, p. 989-1007, 2006.

AKSU, M.; KOSEDAG, A. Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. **Corporate Governance - an International Review**, v. 14, n. 4, p. 277-296, 2006.

AMORIM, A. L. G. C. **Análise da relação entre a informação contábil e o risco sistemático**. 191f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2010.

ASLAN, H. *et al.* The characteristics of informed trading: implications for assets pricing. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, p. 782-801, 2011.

AZAM, S. Z.; WARRAICH, K. M.; AWAN, S. H. One Report: bringing change in corporate reporting through integration of financial and non-financial performance disclosure. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, v. 1, n. 1, p. 50-71, 2011.

BARBEDO, C.H.; SILVA, E.C.; LEAL, R.P.C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009.

BARBER, B. M.; LYON, J. D. Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. **Journal of Financial Economics**, v. 41, n. 3, p. 359-399, 1996.

BARTH, M. E.; KASZNIK, R. Share repurchases and intangible assets. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, p. 211-241, 1999.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. São Paulo: Editora Campus, 1997.

BETHEL, J. E. Recent changes in disclosure regulation: description and evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 2-3, p. 335-342, 2007.

BOLLEN, L.; HASSINK, H.; BOZIC, G. Measuring and explaining the quality of internet investor relations activities: a multinational empirical analysis. **International Journal of Accounting Information System**, v. 7, n. 4, pp. 273-98, 2006.

BOPP, E. **Negociação com informação diferenciada em ADRs da América Latina**. 2003. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2003.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, mar. 2002.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. A. Disclosure. Quality and the probability of informed trade. **Working paper**, Northwestern University Kellogg School of Management, 2001.

BUSHEE, B.; NOE, C. Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility. **Journal of Accounting Research**, suplemento, p. 171-202, 2000.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH A. What determines corporate transparency?. **Journal of Accounting Research**. v. 42, n. 2, p. 207- 252, 2004.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **FRBNY Economic Policy Review**, p. 65-87, Abr. 2003.

CAMAROS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. **REGE**, São Paulo, v. 17, n. 2, p. 189-208, Abr./Jun 2010.

CEPEFIN – Centro de pesquisa em finanças, equipe de professores do INEPAD. **Análise financeira fundamentalista de empresas**. São Paulo: Atlas, 2009.

CHONG, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. **Investor protection and corporate governance: intra-firm evidence across Latin-America**. Stanford University Press, 2007.

COHEN, L.; MALLOY, C.; POMORSKI, L. Decoding insider information. **The Journal of Finance**, v. 67, p. 1009–1043, 2012.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. USA: Pearson Addison Wesley, 2005.

CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metric. **SSRN Working Paper**, Nov, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251938>. Acesso em: 24 jun. 2015.

DAMODARAN, A. **Gestão estratégica do risco**: uma referência para a tomada de riscos empresariais. Bookman, 2009.

DANTAS, J. A. *et al.* A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E&G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, Dez. 2005.

DELLER, D.; STUBENRATH, M.; WEBER, C. A survey on the use of the internet for investor relations in the USA, the UK and Germany. **European Accounting Review**, v. 8, n. 2, p. 351-364, 1999.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, n. 46, p. 1325-1359, 1991.

DUARTE, J.; YOUNG, L. Why is PIN Priced? **Journal of Financial Economics**, v. 91, p. 119-138, 2009.

DURNEV, A.; KIM, E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O’HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? **The Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 2185-2221, 2002.

ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V. J.; SCHOLZ, S. Dissemination of information for investors at corporate Web sites. **Journal of Accounting and Public Policy**, n. 21, p. 357-369, 2002.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

_____. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FERNANDES, N.; LEL, U.; MILLER, D. P. Escape from New York: The market impact of loosening disclosure requirements. **Journal of Financial Economics**, v. 95, n. 2, p. 129-147, 2010.

FEYITIMI, O. The level of financial information disclosure and corporate attributes in developing economy. **European Journal of Business and Management**, v. 6, n. 3, p. 176-188, 2014.

GANDIA, J. L. Intangibles disclosure information on internet by multinational corporations. **The International Journal of Digital Accounting Research**, v. 3, n. 5, p. 61-99, 2003.

_____. Determinants of internet-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. **Emerald online information review**, v. 32, n. 6, p. 791-817, 2008.

GARAY, U. *et al.* Internet-based corporate disclosure and market value: Evidence from Latin America. **Emerging Market Review**, n. 17, p. 160-168, 2013.

GARAY, U.; GONZALEZ, M. Corporate governance and firm value: the case of Venezuela. **Corporate Governance an International Review Journal**, v. 16, n. 3, p. 194-209, 2008.

GEDAJLOVIC, E.R.; SHAPIRO, D.M. Management and ownership effects: evidence from five countries. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 6, p. 533-553, 1998.

GEERINGS, J.; BOLLEN, L.; HASSINK H. Investor relations on the internet: a survey of the Euronext zone. **European Accounting Review**, v. 12, n. 3, p. 567-579, 2003.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 3. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1997.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HALOV, N.; HEIDER, F. Capital structure, risk and asymmetric information. **Quarterly Journal of Finance**, v. 1, n. 4, p. 767-809, 2011.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Information disclosure and corporate governance. **Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 195-233, 2012.

HOPE, O. Firm-level disclosure and the relative roles of culture and legal origin. **Journal of International Financial Management Accounting**, v. 14, n. 3, p. 218-267, 2003.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2013.

IRANI, R. M.; OESCH, D. Monitoring and corporate disclosure: evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, v. 10, n. 2, p. 398-418, 2013.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. R. H.; MARSHALL, B. B.; PUGH, W. N. Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance. **Managerial Finance**, v. 32, n. 1, p. 39-51, 2006.

KANG, H. H.; GRAY, S. J. Reporting intangible assets: voluntary disclosure practices of top emerging market companies. **The International Journal of Accounting**, v. 46, n. 4, p. 402-423, Dez. 2011.

KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

- KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmillan, 1936.
- KNIGHT, F. **Risk, uncertainty and profit**. London: Houghton Mifflin, 1921. (Second Edition, 1933).
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. **Fundamentos da metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 1985.
- LANZANA, A. P. **Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v.52, n.3, p.1131-1150, Jul. 1997.
- _____. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v.106, n.6, p.1113-1155, 1998.
- LEAL, R. P.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.; Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **InterAmerican Development Bank Research Network Working paper**, 2005. Disponível em: <http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514>. Acesso em: 01 mai. 2016.
- LEFORT, F. Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America. **Abante**, Escuela de Administracion. Pontificia Universidad Católica de Chile, v. 8, n. 1, p. 55-84, 2005.
- LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v. 12, p. 79-82, 1998.
- LIN, B. W.; CHEN, J. S. Corporate technology portfolio and R&D performance measures: a study of technology intensive firms. **R&D Management**, v. 35, n. 2, p. 157-170, 2005.
- LONG, J. S. **Regression models for categorical and limited dependent variables: advanced quantitative techniques in the social sciences**. Thousand Oaks: Sage Publications, 1997.
- LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, 2011
- MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MARTINS, O. S. **Relações entre a assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro**. 2012. 186f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação, Universidade de Brasília, Brasília. 2012.

MARTINS, O. S.; PAULO E. A. Probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças (Impresso)**, n. 11, p. 249-280, 2013.

_____. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças (Online)**, n. 25, p. 33-45, 2014.

MOREY, M. *et al.* Does better corporate governance result in higher valuation in emerging markets? Another examination using a new data set. **Journal of Banking and Finance**, n. 33, p. 254-262, 2009.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Principais práticas de *disclosure* voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 1, p. 61-78, 2009.

MURCIA, F. D. *et al.* Impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 2, p. 196-218, Abril/Junho 2011.

ORENS, R.; AERTS, W.; CORMIER, D. Web-based non-financial disclosure and cost of finance. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n. 9-10, p. 1057-1093, 2010.

PATEL, S.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. **Emerging Market Review**, v. 3, n. 4, p. 325-337, 2002.

PEREZ, M. M. Métricas de retorno e a geração de valor ao acionista. **UNISANTA – Law and Social Science**, v. 4, n. 2, p. 189-202, 1995.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F., **Administração financeira: corporate finance**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2002.

SINGHVI, S. S. Corporate disclosure through annual reports in the United States of America and India. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 3, p. 551-552, 1968.

SILVEIRA, A. M. S. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

TOBIT, J. Estimation of relationship for limited dependent variable. **Econometrica**, v. 26, n. 1, p. 24-36, 1958.

VANTRAELEN, A.; ZARZESKI, M. T.; ROBB S. W. G. Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across tree European countries. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 14, n. 3, p. 249-79, 2003.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: Free Press, 1985.

XIAO, J. Z.; YANG, H.; CHOW, C. W. The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.23, p.191-225, 2004.