

RELACIONAMENTO COM INVESTIDORES COM USO DO WEBSITE CORPORATIVO: ANÁLISE EMPÍRICA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BOVESPA*

Wesley Mendes da Silva¹
Roy Martelanc²

RESUMO

A análise da governança corporativa, incluindo-se a transparência da administração, tem-se tornado um fator chave para conhecer as grandes empresas. Ao mesmo tempo, vem sendo apontada como um indicador de confiança dos investidores nas decisões tomadas pela administração das empresas listadas em bolsas de valores. Porém, a Internet proporcionou às corporações um poderoso canal de relacionamento com investidores. Assim, este artigo tem como objetivo verificar a existência de associações entre características das empresas e a disseminação voluntária de informações de interesse dos investidores: (a) informações financeiras, e (b) práticas de governança corporativa adotadas, por meio dos *Websites* corporativos. O estudo consiste em um *cross section* realizado a partir de dados referentes a 282 empresas não-financeiras listadas na Bovespa em 2005. Os principais resultados sugerem que quanto maior a firma, e quanto maior o retorno anual das ações da empresa, maior é a soma de informações disseminadas no *Website* corporativo. Além disso, as empresas mais recentemente listadas são mais propensas a divulgar informações de interesse dos investidores. Observou-se ainda que, nos últimos três anos, houve um aumento da disseminação voluntária de informações financeiras nos *Websites* corporativos.

Palavras-chave: Disclosure, Governança corporativa, Internet, Empresas brasileiras

ABSTRACT

The corporate governance analysis, including its transparency of the administration, has become a factor key to know the great companies. At the same time, it comes being pointed as a reliable pointer of the investors in the decisions taken for the administration of the companies listed in stock exchange. However, the Internet provided to the corporations a powerful channel of relationship with investors. Thus, this article aims to verify associations between company characteristics and

the voluntary disclosure of information of interest of the investors: (a) financial information and (b) corporate governance, by means of the corporate Websites. The study is a cross section carried through from referring data the 282 non-financial listed companies in the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) in 2005. The main results suggest that how much bigger the firm, and how much bigger the annual return of the actions of the company, greater is the addition of information spread in the corporate Website. Moreover, the companies more recently listed are more inclined to divulge information of interest of the investors. Another interesting result is: in last the three years, the voluntary dissemination of financial information increased in the corporate Websites.

Keywords: Disclosure, Corporate governance, Internet, Brazilian companies

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, ao redor do mundo, inclusive no âmbito nacional, a análise da governança corporativa tem-se tornado um fator chave para o conhecimento das grandes empresas. Ao mesmo tempo vem sendo apontada como um indicador de confiança dos investidores nas decisões tomadas pelos executivos e conselhos de administração de empresas listadas em bolsas de valores. Adicionalmente, com o advento da Internet, as corporações passaram a ter um inovador e poderoso canal de relacionamento com investidores. Assim, em mercados mais desenvolvidos que o brasileiro, cada vez mais, as grandes companhias abertas estão utilizando a *Web* para uma aproximação maior com seus acionistas, analistas, e investidores. Ao democratizar o acesso a informações financeiras e relatórios úteis ao mercado, a empresa está preservando um dos requisitos basilares da boa governança corporativa, a transparência (*disclosure*), além de colaborar para a equidade no tratamento dos proprietários.

Na opinião de autores como Zingales (2000), a influência da mídia deveria ser abordada

*Artigo apresentado no 30º Encontro da ANPAD - Salvador / BA - Brasil - Setembro/2006.

¹Doutorando pela FEA/USP, Mestre em Administração pelo PROPAD/UFPE, Professor Associado da Universidade Presbiteriana

Mackenzie e Pesquisador do Núcleo de Valoração de Empresas/UPM.

²Mestre e Doutor em Administração pela FEA/USP, Professor da FEA/USP.

menos discretamente nos estudos desenvolvidos em Economia e Finanças. De maneira complementar, outros como Dyck e Zingales (2002) argumentam que o processo de difusão das informações ainda possui pouca representatividade em modelos econômicos. Por outro lado, um número cada vez maior de pessoas busca informações na mídia, especialmente a rede mundial de computadores.

Diante disso, testemunha-se a necessidade de romper com o padrão anterior de comunicação, ou melhor, inovar o processo de relacionamento com o mercado (Burlamaqui e Proença, 2003, p. 83), dominado pela mídia impressa. No âmbito internacional, algumas pesquisas já abordaram as associações entre características corporativas, tais como: tamanho, alavancagem, e rentabilidade, com a sua voluntariedade em disponibilizar informações financeiras ao mercado pela Internet, destacando-se Brennan e Hourigan (2000) e Ettredge, Richardson e Scholz (2002). Mas, no caso brasileiro, a falta de padronização do uso da Internet para relacionamento com investidores (RI) tem possibilitado uma variedade de formas de exploração da rede para comunicação com o mercado, conforme atesta recente estudo realizado por Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a).

Nesse contexto, o objetivo deste artigo é verificar a existência de associações entre características das empresas, quais sejam: alavancagem, retorno anual das ações, tamanho, rentabilidade, e tempo de listagem em bolsa, com a disseminação voluntária de informações de interesse do investidor: (a) informações financeiras, bem como (b) práticas de governança corporativa empregadas pelas empresas brasileiras, por meio de *Website* corporativo. O estudo desenvolve-se com base em todas as empresas não financeiras listadas na Bovespa, no ano de 2005. Espera-se que os resultados deste trabalho auxiliem, orientem e estimulem a adoção de políticas de utilização da Internet como meio de difusão voluntária de informações de interesse dos investidores no âmbito nacional.

Os principais resultados alcançados sugerem: i) a existência de associações positivas e significativas entre o tamanho da empresa e as medidas de disseminação voluntária de informações de interesse do investidor; ii) empresas que exibiram maiores retornos anuais de suas ações divulgaram uma soma maior de informações de governança corporativa e financeiras; iii) as empresas que foram listadas mais recentemente na Bovespa são mais propensas a disponibilizar

voluntariamente informações relativas à governança corporativa e ao desempenho financeiro; e iv) nos últimos três anos houve um aumento na soma de informações financeiras disponíveis dos *Websites* corporativos. Este artigo está organizado em cinco partes. A seção 2 apresenta a literatura relevante acerca da temática. Em seguida, na seção 3, é relatada a metodologia adotada para a realização da pesquisa. Logo após, na seção 4, são apresentados e discutidos os resultados empíricos alcançados no estudo e, na seção 5, desenvolvem-se os argumentos da conclusão.

2 BASES TEÓRICAS DO ESTUDO

Na América Latina, parece ainda ser incipiente a discussão e a elaboração de políticas de gerenciamento com base em princípios de governança corporativa, apesar de já existirem iniciativas de diversos setores da sociedade com vistas às suas difusão e valorização no âmbito das economias emergentes, esse é o argumento central desenvolvido por La Porta *et al.* (1998). Na experiência brasileira destacam-se as iniciativas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De maneira complementar, tanto na literatura acadêmica, como naquela dirigida aos práticos, é possível constatar o crescente interesse pela matéria focada neste artigo. Assim, Isenmann e Lenz (2001, p. 169-178) defendem que a procura pelo aumento da acessibilidade à informação tornou inevitável o uso de novas tecnologias, destacadamente a Internet. A utilização de tecnologias inovadoras tem um impacto significativo na disponibilidade e na difusão de informações, introduzindo vantagens para as empresas como: redução do custo de comunicação, aumento da velocidade de troca de informações, redução do esforço administrativo, e versatilidade no manuseio de conteúdos interessantes ao mercado.

Embora já exista ao redor do mundo uma quantidade razoável de estudos relacionados aos fatores determinantes da disseminação voluntária de informações de interesse do investidor pela Internet, no âmbito nacional essa questão ainda é pouco explorada. Porém, Litan e Wallison (2000, p. 8) ressaltam que nos mercados mais desenvolvidos já se nota preocupação com esse aspecto. Desse modo, tanto pelo lado da demanda, quanto pelo lado do fornecimento de informações, as implicações da Internet são profundas. Isto é, se as empresas podem utilizar a rede para acessar informações e

mercados, de forma quase instantânea e constante; e tanto investidores, como analistas, são ávidos por informações, o resultado óbvio é o aumento da disponibilização de informações do interesse dos investidores pelo *Website* corporativo.

Por outro lado, há problemas associados ao uso da Internet, já que a padronização quase inexistente. Em alguns países já há algumas tentativas de inserir orientações para a disseminação de informações para investidores pela *Web*, sendo contemplados essencialmente: (a) autenticidade e credibilidade das informações financeiras e ainda os relatórios divulgados pelos auditores (Debreceeny e Gray, 1999); (b) segurança e, coerência entre relatórios financeiros estatutários e outras informações financeiras *online* (Koreto, 1997) e; (c) o esmero dos auditores em relação aos relatórios *online* (Sheehy e Trites, 1997). Mas, as companhias possuem diferentes políticas e práticas no uso da rede para atividades de RI. Então, em 1996, nos Estados Unidos, surgia o EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval*), uma tentativa de padronizar procedimentos. Enquanto no Canadá era criado o SEDAR (*System for Electronic Document Analysis and Retrieval*).

Essa temática também tem despertado o interesse da academia. Assim, Gray e Debreceeny (1997) examinaram empresas norte-americanas e concluíram que mais de 60% delas utilizam a *Web* para disseminação de informações financeiras. Na Finlândia, Lymer e Tallberg (1997) encontraram resultados similares. Porém na Espanha, Gowthorpe e Amat (1999) identificaram somente 19% das empresas adotantes dessa prática. Mas também existem investigações que vão além da simples disponibilização dos relatórios financeiros.

O relacionamento com investidores pela *Web* foi objeto de pesquisa realizada por Heldin (1999), o qual concluiu que, na Suécia, apesar de 83% das empresas divulgarem informações no *Website*, somente uma minoria delas o fazia de forma estruturada, oferecendo informações julgadas importantes, em tempo real. No Reino Unido, Marston e Leow (1998), concluíram que o tamanho da firma está positivamente correlacionado à disponibilização de informações financeiras no *Website* corporativo. Porém, essa associação não foi uniforme entre os diversos setores industriais considerados nessa pesquisa, corroborada pelo trabalho de Craven e Marston (1999). Alguns estudos como os de Isenmann e Lenz (2000); Kolk (1999); Jones, Alabaster e Hetherington (1999) atestam que, na América Latina, os relatórios disponíveis eram dominados

por publicações em mídia impressa. Por outro lado, de maneira geral, tem sido observada uma tendência crescente pelo uso da Internet.

Algumas experiências a esse respeito podem ser destacadas. Mas, ainda é pífia a produção científica a partir do mercado brasileiro, abordando a disseminação voluntária de informações pela Internet. Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a), consideraram empresas não financeiras listadas em 2002 na Bovespa e encontraram associação positiva entre tamanho da empresa e soma de informações financeiras no *Website*; e também associação negativa do retorno das ações com a soma de informações financeiras no *Website* corporativo. Em um outro estudo, Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005b) concluíram que as empresas manufatureiras listadas na Bovespa, cujo presidente do conselho de administração não exerce atividades simultâneas na diretoria executiva são mais propensas a divulgar informações financeiras pela *Web*. Atualmente, nos países latino-americanos, especialmente em função da percepção de risco no mercado de ações, generalizada entre investidores, muitas empresas não conseguem obter uma valorização adequada. A principal razão para isso seria a falta de transparência e de garantias aos investidores, assim como a própria ineficiência do mercado (incluindo-se a assimetria informacional).

Esse fenômeno verifica-se em um estudo da McKinsey & Company (2000), no qual se afirma que 83% dos investidores internacionais possuidores de recursos aplicados na América Latina estariam dispostos a pagar um prêmio por empresas que sejam visivelmente bem governadas. Se o conhecimento e a aplicação de boas práticas de governança corporativa são aspectos críticos, a forma com a qual a empresa divulga suas práticas não é menos importante. Desse modo, para aumentar a credibilidade, além dos aspectos puramente financeiros, as empresas necessitam tornar as informações referentes à sua administração rapidamente acessíveis, focando seus esforços no fornecimento de uma mensagem clara e concisa, da maneira mais transparente possível, conforme recomendado, por exemplo, no *Report of the High Level Group of Company Law Experts* (2002, p. 33-34). A seguir, são apresentados os procedimentos metodológicos empregados nesta pesquisa.

Conforme ilustra a tabela 1, as informações verificadas foram agregadas em três Subgrupos, os quais proporcionaram a obtenção de três índices parciais: i) informações financeiras, baseadas nas

utilizadas por Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a) (subdividido em: informações mais requeridas pelo mercado – *Req*, e informações de divulgação voluntária - *Vol*), e ii) práticas de governança corporativa adotadas pela empresa (*I_Gov*). Para cada categoria que foi encontrada no *Website*, a empresa recebeu valor = 1 no Subgrupo, nos casos em que a informação não esteve presente no *Website*, recebeu valor = 0.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Variáveis, amostra e dados

Com respeito às variáveis dependentes, foram cinco as utilizadas neste artigo (*I_Total*, *I_Gov*, *Vol*, *Req*, *I_Tot*). Desse modo, a partir da visitação e exploração de cada *Website* corporativo, foram verificadas 37 categorias de informações de interesse do investidor, agrupadas em dois blocos principais, com 17 e 20 categorias, conforme ilustra a tabela 1.

Tabela 1 – Lista e freqüência das categorias de informações de interesse do investidor nos *Websites* corporativos

	Categorias	Freqüência	(%)
Informações financeiras			
Req			
Subgrupo 1	1. <u>Relatório anual</u> completo	163	57,8
	2. <u>Relatórios trimestrais</u> incluindo relatórios financeiros	145	51,4
	3. <u>Outros arquivos</u> da CVM além dos relatórios anuais (Relatório de Informações Anuais-IAN, por exemplo)	109	38,7
	4. <u>Link para</u> o <i>Website</i> da Comissão de Valores Mobiliários – <u>CVM</u>	50	17,7
Vol			
Subgrupo 2	5. Texto das <u>notícias</u> financeiras mais recentes	118	41,8
	6. <u>Visão geral</u> consistente do desempenho da firma (perguntas mais freqüentes, fatos recentes, notícias rápidas)	112	39,7
	7. Informações financeiras em outro <u>idioma</u> além do português	95	33,7
	8. <u>Histórico</u> dos preços das ações	91	32,3
	9. Preços <u>atual</u> das ações da empresa nos mercados onde tem ações negociadas	90	31,9
	10. Textos de <u>comentários</u> e apresentações (por exemplo os <i>road shows</i> do desempenho trimestral)	87	30,9
	11. Discussão das <u>vantagens</u> de um investidor em manter a posse das ações da empresa	70	24,8
	12. <u>Calendário</u> de eventos de interesse do investidor (por exemplo, a data de distribuição dos dividendos)	69	24,5
	13. <u>Link</u> para os dados das ações em um <i>Website</i> <u>diferente</u>	63	22,3
	14. Cobertura de <u>analistas</u>	49	17,4
	15. Informação sobre a(s) sua(s) <u>corretora</u> (s) (endereço ou <i>link</i> direto)	32	11,3
	16. Dados financeiros mensais mais <u>recentes</u>	26	9,2
	17. Informações detalhando um plano de <u>reinvestimento</u> de dividendos	19	6,7
Governança corporativa (<i>I_Gov</i>)			
Subgrupo 3	1. Relatórios de Responsabilidade Social Empresarial	133	47,2
	2. Identidade dos membros do conselho de administração	88	31,2
	3. Estrutura do conselho de administração	80	28,4
	4. Composição acionária da empresa	80	28,4
	5. Política de disseminação de informações nos mercados	60	21,3
	6. Texto acerca do conceito de governança corporativa	59	20,9
	7. Referência às boas práticas de governança corporativa adotadas	57	20,2
	8. Qualificação profissional de diretores e conselheiros	55	19,5
	9. Onde a empresa está listada e relatórios financeiros segundo padrões nacionais	45	16,0
	10. Regra de conduta para diretores	37	13,1
	11. Procedimento para seleção e eleição de diretores e conselheiros	35	12,4
	12. Publicação da função e escritório dos diretores	32	11,3
	13. Regras de funcionamento do conselho de administração	30	10,6
	14. Descrição das condições de independência de diretores	21	7,4
	15. Remuneração dos diretores e dos conselheiros	20	7,1
	16. Descrição explícita dos poderes dos diretores	18	6,4
	17. Descrição das relações entre diretores e acionistas	15	5,3
	18. Divulgação dos escritórios de diretores em outras empresas	13	4,6
	19. Interesses dos diretores em parcela do capital da empresa	6	2,1
	20. Taxas pagas às firmas de auditoria	2	0,7

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados. Nota: N = 282.

Os dados necessários à obtenção das variáveis dependentes foram baseados na visitação de cada *Website*, durante o mês de Dezembro de 2005, duas vezes por pesquisadores diferentes. As duas informações para cada empresa foram comparadas e as diferenças reconciliadas com um novo acesso ao *Website* da empresa. Cada um dos três índices parciais (pontuados de 0 a 10 cada um) foi calculado conforme a equação (1).

$$\Omega_i^P = \frac{S_{Sub}}{S_{Max}} \times 10 \quad (1)$$

Onde:

S_{Sub} = soma parcial de pontos obtidos no Subgrupo;

S_{Max} = pontuação máxima possível no Subgrupo;

Ω_i^P = pontuação obtida para o índice parcial baseado no total do Subgrupo.

Em estudos anteriores, como no realizado por Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a), apesar de ser reconhecida a importância assimétrica de cada tipo de informação dirigida aos investidores (Botosan, 1997), atribui-se o mesmo peso para todas as categorias de informação, considerando informações essencialmente financeiras. Diante disso, neste estudo, adotou-se o

procedimento de atribuir maior importância para as informações mais freqüentemente requeridas pelo mercado, segundo a literatura afeta ao tema. Com isso, o fato de uma empresa deixar de oferecer, em seu *Website*, o relatório anual da administração constitui uma falta mais grave que omitir um calendário de eventos. Por sua vez, assumindo que as informações financeiras da empresa ainda são mais solicitadas que aquelas informações destinadas a ilustrar as práticas e estruturas de governança por ela empregadas, atribuiu-se mais importância ao Subgrupo das informações financeiras (Subgrupos 1 e 2) que à divulgação das informações contidas no Subgrupo das categorias relativas à governança corporativa (Subgrupo 3). Para uma firma i , o total acumulado (I_Total) com os três índices parciais (Req , Vol , e I_Gov) foi calculado conforme equação (2).

$$I_Total_i = \sum_{i=1}^n \Omega_i^P \quad (2)$$

O conjunto final de empresas estudadas foi composto de 282 firmas, distribuídas entre 19 setores de atividade, como ilustra a Tabela 2.

Tabela 2 – Conjunto de empresas estudadas (por setores da economia)

Setor	Frequência (%)	Setor	Frequência (%)
Outros	46 (16,3)	Construção	11 (3,9)
Energia Elétrica	38 (13,5)	Papel e Celulose	8 (2,8)
Siderurgia e Metalurgia	28 (9,9)	Petróleo e Gás	7 (2,5)
Têxtil	26 (9,2)	Eletroeletrônicos	6 (2,1)
Telecomunicações	20 (7,1)	Máquinas Industriais	4 (1,4)
Química	19 (6,7)	Minerais não Metálicos	4 (1,4)
Alimentos e Bebidas	17 (6,0)	Agropecuária e Pesca	3 (1,1)
Veículos e peças	15 (5,3)	Mineração	3 (1,1)
Comércio	14 (5,0)	Software e Dados	1 (0,4)
Transporte e Serviços	12 (4,3)	Total	282 (100)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa. Nota: A classificação dos setores deu-se segundo critérios da Economatica®.

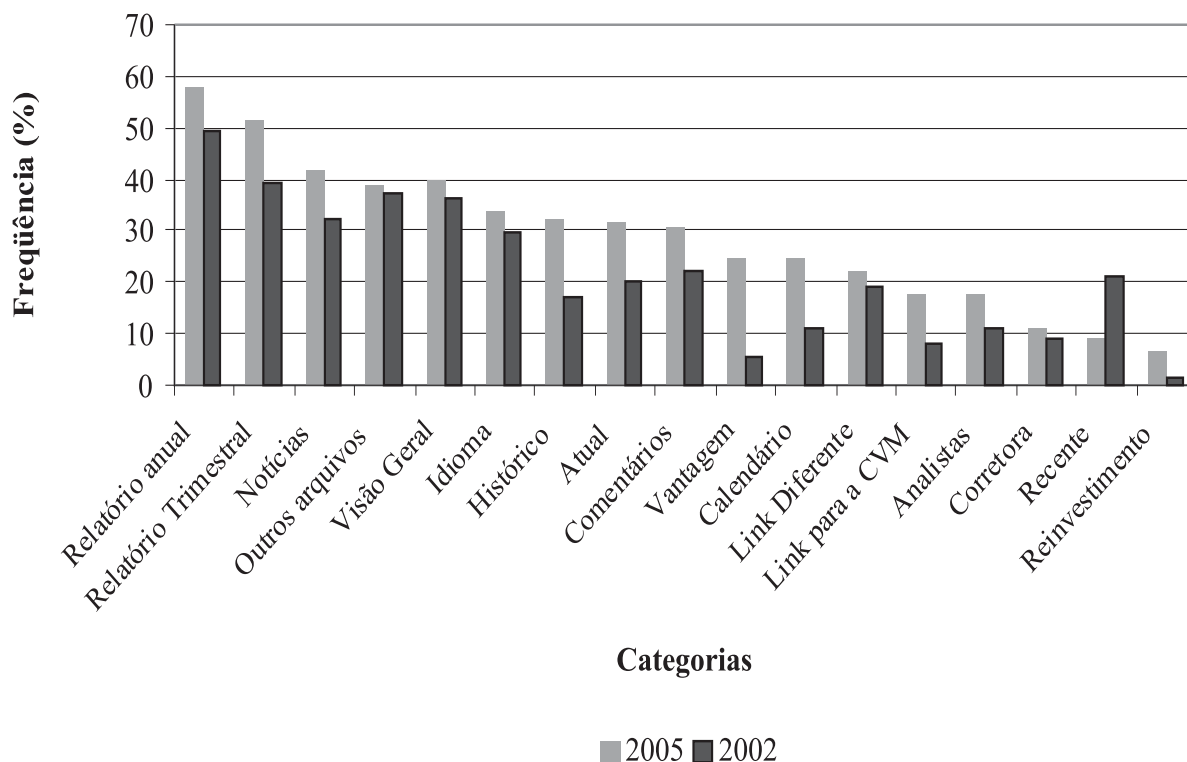
Das 484 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em Dezembro de 2005, foram consideradas as 434 empresas não financeiras (as 50 empresas financeiras listadas foram excluídas, por trabalharem essencialmente alavancadas), das quais: 37 não mantinham *Website*, ou esse não foi encontrado no banco de dados da Economatica®, nem tampouco no site de busca utilizado, o <http://www.google.com>; e 115 empresas não possuíam informações no banco de dados da Economatica®. Na literatura afeta à

temática abordada nesta pesquisa não foram encontrados estudos que considerassem a divulgação de informações relativas às práticas de governança adotadas pelas empresas em seus respectivos *Websites*. Assim, neste artigo foram consideradas, além das 17 categorias de informação financeira, abordadas por Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a), mais 20 aspectos relativos às práticas de governança corporativa adotadas pela empresa. O gráfico 1 ilustra a evolução da disseminação voluntária de

informações financeiras entre 2002 e 2005. É possível notar que, excetuando-se os dados financeiros mensais mais recentes da empresa,

todas as categorias foram mais freqüentemente encontradas nos *Websites* corporativos.

Gráfico 1 – Evolução da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras no *Website* Corporativo das Empresas não Financeiras Listadas na Bovespa



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados. Nota: N em 2005 = 282; N em 2002 = 291. Nota: as estatísticas do ano de 2002 são baseadas no estudo desenvolvido por Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a).

A tabela 3 mostra que, dos trinta pontos possíveis, em média, o índice total de disseminação de informações pelo *Website* (I_Total) recebeu um valor pouco acima de oito pontos, representando

apenas 26,6% do total possível, 30 pontos (cada índice parcial pode somar 10). O melhor desempenho foi observado no Subgrupo 1, *Req*, (41,4%) dos pontos possíveis.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis dependentes

Variável	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo	Percentis		
						25%	Mediana	75%
<i>Req</i>	4,140	5,000	3,795	0	10,000	0	5,000	7,500
<i>Vol</i>	2,476	0,769	3,139	0	10,000	0	0,769	5,384
<i>I_Gov</i>	1,570	0,500	2,244	0	10,000	0	0,500	2,500
<i>I_Total</i>	8,191	5,769	8,329	0	25,230	0	5,769	15,365

Fonte: Dados da pesquisa; N = 282. Nota: As categorias de informações de interesse do investidor que serviram de base para obtenção das variáveis dependentes estão definidas na tabela 1.

A seguir, na tabela 4, podem ser variáveis independentes utilizadas nesta pesquisa. observadas as definições adotadas para as

Tabela 4 - Definição das variáveis independentes utilizadas

Variável	Descrição	Fontes Conceituais
<i>Alav</i> *	Alavancagem financeira de uma empresa <i>i</i> no ano <i>t-1</i> calculada segundo a expressão: $Alav_{t-1} = \frac{LL}{PL} \left[\frac{LL - RF}{AT} \right]$ onde: LL = Lucro líquido; PL = Patrimônio Líquido; RF = Resultado financeiro; AT = valor contábil do ativo total	Mckinnon e Dalimunthe (1993); Michell, Chia e Loh. (1995); Meek, Roberts e Gray (1995); Hossain, Berera e Rahman (1995)
<i>Retn</i> *	Retorno anual oferecido pelas ações mais líquidas da empresa <i>i</i> no ano <i>t-1</i> , calculado pela expressão: $Retn_{t-1} = \left[\frac{P_f - P_i + Dividendos}{P_i} \right] \times 100$ onde: <i>P_f</i> = cotação da ação no último pregão do ano <i>t-1</i> . <i>P_i</i> = cotação da ação no primeiro pregão do ano <i>t-1</i> .	Lev e Penman (1990); Lang e Lundholm (1993); Clarkson, Kao e Richardson (1994); Ettredge, Richardson e Scholz (2002)
<i>lnTamf</i> *	Logaritmo natural do valor contábil do ativo total da empresa <i>i</i> no ano <i>t-1</i> , expresso em milhares de Reais.	Cox (1985); Waymire (1985).
<i>Roa</i> *	Retorno do Ativo Total da empresa <i>i</i> no ano <i>t-1</i> . Calculado segundo a expressão: $Roa_{t-1} = \frac{LAJIR}{AT}$ onde: <i>LAJIR</i> = lucro antes dos juros e impostos <i>AT</i> = valor contábil do ativo total	Haniffa e Cooke (2002); Ashbaugh, Johnstone e Warfield (1999)
<i>lnTemp</i> *	Logaritmo natural da quantidade de anos em que a empresa está listada na Bovespa (até Dezembro de 2005).	Haniffa e Cooke (2002)
<i>Liqb</i> *	Liquidez em bolsa calculada pela expressão: $Liqb_{t-1} = \frac{100p\sqrt{nv/NV}}{P}$ onde: <i>p</i> = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação de um período escolhido; <i>P</i> = número total de dias do período escolhido; <i>n</i> = número de negócios com a ação dentro de um período; <i>N</i> = número de negócios com todas as ações dentro de um período; <i>v</i> = volume de dinheiro com a ação dentro do período escolhido; <i>V</i> = volume de dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.	Mendes-da-Silva e Magalhaes Filho (2005a)
<i>Hpod</i> *	Índice Herfindahl-Hirschman da concentração do poder de voto da empresa <i>i</i> , calculado a partir do percentual das ações ordinárias em poder de cada um dos três principais acionistas.	
<i>Q</i> *	Índice <i>Q</i> de Tobin, medida de valor de mercado da companhia que é calculado pela expressão: $Q_{t-1} = \left[\frac{VMO + VMAP + DIVT}{AT} \right]$ onde: <i>VMO</i> = Valor de Mercado das ações Ordinárias; <i>VMAP</i> = Valor de Mercado das Ações Preferenciais; <i>DIVT</i> = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo menos o ativo circulante, após a exclusão do valor dos estoques; <i>AT</i> = valor contábil do ativo total	Chung e Pruitt (1994)
<i>Ngc</i> *	Variável dicotômica que expressa se a empresa encontra-se listada nos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Recebeu valor = 1 se pertence ao Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2; e valor = 0 no caso alternativo.	Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005a)

Fonte operacional: *Banco de dados da Economatica®. *Boletim Diário de Informações (BDI)/Bovespa, Nº 243/2005, de 21 Dez. 2005.

Entre as variáveis independentes, o nível de participação de capitais de terceiros foi calculado a partir da alavancagem financeira da empresa, *Alav*. A *performance* da empresa foi medida pelo retorno anual das ações mais líquidas da empresa, *Retn*. O tamanho da firma, *lnTamf*, foi mensurado pelo logaritmo natural do valor contábil do ativo total da firma *i*. A variável *Roa* é indicada pela rentabilidade do ativo total de uma empresa *i*. A variável *lnTemp*, foi dada pelo logaritmo natural do tempo, em anos, que a empresa está listada na Bovespa. As variáveis de controle (*VC*) foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes de divulgação voluntária de informações de interesse do investidor na Internet (*I_Total*, *I_Gov*, *Req*, *Vol*) e independentes (*Alav*, *Retn*, *lnTamf*, *Roa*, e *lnTemp*). Caso as variáveis de controle possuam forte correlação com algumas dessas variáveis e não sejam consideradas no modelo, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada de forma adequada. Assim, as seguintes variáveis de controle foram utilizadas: (a) liquidez em bolsa de valores (*Liqb*); (b) concentração do poder de voto (*Hpod*); (c) índice *Q* de Tobin (*Q*), *proxy* de valor da empresa; e (d) nível de governança corporativa na Bovespa (*Ngc*).

Hipóteses

A literatura acerca da disseminação voluntária de informações financeiras e de governança corporativa, de forma geral e, particularmente na Internet, foi examinada para identificar quais características das empresas mais afetam a decisão de disseminar informações. Assim, as hipóteses desta pesquisa são formuladas com base em estudos anteriores, as quais são detalhadas a seguir.

Para Leftwich, Watts e Zimmerman (1981), a relação entre fornecedores externos de capital e os gerentes da firma é um exemplo de relação de agência, onde os primeiros representam o *principal* e os últimos, os *agentes*. A teoria da agência, cuja origem remonta a discussão do conflito de interesses entre acionistas e gestores, discutido por Jensen e Meckling (1976), sugere que os custos de agência do capital emprestado dependem dos objetivos dos fornecedores externos de capital. Isso indica que os custos seriam mais altos para as firmas com maior alavancagem. Adicionalmente, Jensen e Meckling (1976) concluem que a disseminação voluntária pode reduzir os custos de

agência por facilitar a avaliação da habilidade da firma para contrair endividamento.

Enquanto alguns estudos revelaram relação positiva entre disseminação voluntária e a alavancagem financeira da firma (Mitchell, Chia e Loh, 1995; Hossain, Berera e Rahman, 1995), outros não apóiam esses resultados. Assim, Mckinnon e Dalimunthe (1993), Aitken, Hooper e Pickering (1997) e Brennan e Hourigan (2000), não encontraram relação positiva significativa entre alavancagem e o nível de disseminação de informações financeiras, ou até mesmo sugerem que essa relação seja negativa e significativa (Meek, Roberts e Gray, 1995). Os resultados oferecidos por esses estudos são inconclusivos. Dessa forma, neste artigo testa-se a relação entre alavancagem e a disseminação voluntária de informações de interesse do investidor na Internet, a primeira hipótese então é:

H1: *Inexiste uma associação entre alavancagem financeira da firma e a quantidade de informações de interesse do investidor disseminadas no Website corporativo.*

Todavia, investidores geralmente percebem a ausência de disseminação voluntária de informações como um indicador de “más notícias” sobre uma firma. Assim, empresas possuidoras de *performance* superior teriam um incentivo adicional para disseminar informações voluntariamente (Lev e Penman, 1990; Lang e Lundholm, 1993; Clarkson, Kao e Richardson, 1994). Desse modo, a segunda hipótese deste estudo é:

H2: *A quantidade de informações de interesse do investidor disponíveis no Website da firma é positivamente relacionada à sua performance.*

Cox (1985), Waymire (1985), Lang e Lundholm (1993), Clarkson, Kao e Richardson (1994), entre outros, encontraram uma associação positiva entre tamanho da firma e a quantidade de disseminação voluntária. A terceira hipótese formulada então é:

H3: *A quantidade de informações de interesse do investidor disseminadas no Website é positivamente relacionada ao tamanho da firma.*

Na ótica de Haniffa e Cooke (2002), o gerente poderia ser encorajado a divulgar mais

informações de interesse do investidor quando as taxas de rentabilidade são altas, expressando a boa qualidade da administração. Porém, segundo evidenciam os resultados obtidos por Ashbaugh, Johnstone e Warfield (1999) a relação entre rentabilidade e a disseminação de informações seria insignificante. Como os resultados das pesquisas nesse campo são inconclusivos, isso motiva testar a seguinte hipótese:

H4: *Inexiste uma associação entre a rentabilidade da empresa e a disseminação de informações de interesse do investidor na Internet.*

Já para Haniffa e Cooke (2002), uma empresa que foi somente recentemente listada na bolsa teria um incentivo adicional para oferecer voluntariamente mais informações, com o intuito principal de combater o ceticismo em relação à empresa e angariar a confiança dos investidores.

$$I_Total_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 Alav_{it-1} + \varphi_2 Retn_{it-1} + \varphi_3 \ln Tamf_{it-1} + \varphi_4 Roa_{it-1} + \varphi_5 \ln Temp_{it-1} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{ji} + \xi_i \quad (3)$$

$$I_Gov_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Alav_{it-1} + \alpha_2 Retn_{it-1} + \alpha_3 \ln Tamf_{it-1} + \alpha_4 Roa_{it-1} + \alpha_5 \ln Temp_{it-1} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{ji} + \xi_i \quad (4)$$

$$Vol_{it} = \phi_0 + \phi_1 Alav_{it-1} + \phi_2 Retn_{it-1} + \phi_3 \ln Tamf_{it-1} + \phi_4 Roa_{it-1} + \phi_5 \ln Temp_{it-1} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{ji} + \xi_i \quad (5)$$

$$Req_{it} = \rho_0 + \rho_1 Alav_{it-1} + \rho_2 Retn_{it-1} + \rho_3 \ln Tamf_{it-1} + \rho_4 Roa_{it-1} + \rho_5 \ln Temp_{it-1} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{ji} + \xi_i \quad (6)$$

Os sinais esperados para os coeficientes das variáveis independentes são os argumentados nas hipóteses propostas. Isto é, para todas as variáveis dependentes: *Alav* deve ser não significativa; espera-se que *Retn* seja significativa e obtenha sinal positivo, como também *ln Tamf*. Para a variável *Roa*, espera-se um coeficiente não significativo. Porém, a expectativa no caso de *ln Temp*, é que o coeficiente de correlação obtido seja significativo e negativo.

4 Resultados empíricos alcançados

Os principais resultados obtidos na regressão múltipla entre as características da firma e as variáveis dependentes, de disseminação de informações de interesse do investidor na Internet, estão resumidas na Tabela 5. De acordo com Judge, *et al.* (1988, 394–95), o teste da estatística Durbin-Watson (*d*) indica a propabilidade de

Então, propõe-se uma quinta e última hipótese:

H5: *A soma de informações de interesse do investidor divulgadas por uma firma em seu Website está negativamente associada ao tempo de listagem em bolsa.*

Modelo empírico

Para testar as hipóteses propostas foram utilizadas quatro variáveis para medir a divulgação voluntária de informações de interesse do investidor (dependentes): *I_Total*, *I_Gov*, *Vol*, e *Req*, conforme ilustram as equações (3), (4), (5), e (6), respectivamente. Adicionalmente, para verificar as associações entre características corporativas e disseminação voluntária de informações de interesse do investidor foram empregadas cinco variáveis independentes, uma para cada hipótese proposta: *Alav*, *Retn*, *ln Tamf*, *Roa*, e *ln Temp*, além das variáveis de controle consideradas.

autocorrelação. Assim, um valor de *d* próximo de 0 indica autocorrelação positiva, um valor próximo de 4 indica autocorrelação negativa, enquanto um valor próximo de 2 sugere a não existência de autocorrelação.

A estatística Durbin-Watson (*d*) revelou não existir autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos das regressões para as variáveis dependentes, segundo procedimento recomendado por Granger e Newbold (1974), os quais defendem que uma boa regra prática para suspeitar que a regressão estimada sofre de regressão espúria seria um coeficiente de determinação $R^2 > d$. Todos os coeficientes de determinação R^2 ficaram acima de 0,33, enquanto Ettredge, Richardson e Scholz (2002) obtiveram um máximo de apenas 0,175.