



ANÁLISE DA *DISCLOSURE* NA INTERNET DAS COMPANHIAS ABERTAS NA AMÉRICA LATINA

ANALYSIS OF DISCLOSURE ON THE INTERNET OF PUBLIC COMPANIES IN LATIN AMERICA

ANÁLISE DA DIVULGACIÓN NA INTERNET DAS COMPANHIAS ABERTAS NA AMÉRICA LATINA

Maria Natalice Francelino da Silva

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Cidade Universitária – Campus I. Castelo Branco, CEP: 58.059-900, João Pessoa –
PB. Telefone: (83) 3216-7285
Email: natalicefrancy@hotmail.com

Thamirys de Sousa Correia

Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Cidade Universitária – Campus I. Castelo Branco, CEP: 58.059-900, João Pessoa –
PB. Telefone: (83) 3216-7285
Email: thamirys_correia@hotmail.com

Orleans Silva Martins

Doutor em Ciências Contábeis pela UnB/UFPB/UFRN
Professor dos Programas de Pós-Graduação em Administração e em Ciências Contábeis da
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Campus I, Ambiente dos Professores do CCSA, Andar 1, Sala 67, Cidade
Universitária, CEP 58051-900, João Pessoa – PB. Telefone: (83) 3216-7285
Email: orleansmartins@yahoo.com.br

RESUMO

O objetivo desse estudo foi estimar e analisar o Índice de Divulgação Corporativa na Internet (ICDI) das empresas latino-americanas que negociaram suas ações nas principais bolsas de valores da América Latina no ano de 2014. Para isso foram coletados os dados de 747 empresas de capital aberto por meio de seus sites corporativos. Foi estimado o ICDI com o auxílio de uma Análise dos Componentes Principais (ACP) e, em seguida, o mesmo foi analisado por meio de estatísticas descritivas, de análise de correlação e de testes de médias. O ICDI geral encontrado foi de 57,38%, indicando que todas as empresas analisadas divulgaram pouco mais que a metade dos itens requeridos pelo índice. A maior média por país foi apresentada pelo Brasil (63,44%), seguido pelo Chile (58,46%), México (46,97%) e Argentina (43,81%). Na análise de correlação pode-se verificar que as cinco seções do índice são positiva e estatisticamente correlacionadas, o que reforça sua robustez em representar a *disclosure* das empresas. E no que se refere às diferenças de médias entre os países, apenas o Chile não apresentou médias estatisticamente diferentes entre os demais países analisados. Assim, entre as contribuições deste estudo, destaca-se a estimação de um nível de divulgação

Recebido em 12.09.2016. Recomendado para publicação em 14.07.2017. Publicado em 18.08.2017



Licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 United States License

para os principais países dessa região, relevando que, apesar das facilidades de acesso a tais informações pela internet, o nível de divulgação ainda é pouco superior à metade daqueles exigidos pelo índice estimado.

Palavras-chave: Divulgação; Transparência; Internet.

ABSTRACT

The aim of this study was to estimate and analyze the Internet-based Corporate Disclosure Index (ICDI) of Latin American companies traded their shares in major Latin American stock exchanges in 2014. For this we collected data from 747 public companies through their corporate websites. ICDI was estimated with the help of a Principal Component Analysis (PCA) and then it was analyzed using descriptive statistics, correlation analysis and tests of averages. The total ICDI found was 57.38%, indicating that all the companies analyzed reported little more than half of the items required by the index. The highest average per country was presented by Brazil (63.44%), followed by Chile (58.46%), Mexico (46.97%) and Argentina (43.81%). In the correlation analysis it can be seen that the five sections of the index are positive and statistically correlated, which reinforces its strength in representing the disclosure of companies. And with regard to the mean differences between countries, only Chile did not show statistically different means between the other countries analyzed. Thus, among the contributions of this study, there is the estimation of a level of disclosure for the major countries of the region, emphasizing that despite the ease of access to such information through the Internet, the level of disclosure is still little more than half of those required by the estimated index.

Keywords: Disclosure; Accountability; Internet.

RESUMEN

El objetivo de este estudio fue estimar y analizar el índice de divulgación corporativa en Internet (ICDI) de las empresas de América Latina que negocian sus acciones en los principales mercados de valores de América Latina en el año 2014. Para ello se obtuvieron datos de 747 empresas de negociados a través de sus sitios web corporativos. El ICDI se estimó con la ayuda de un Análisis de Componentes Principales (PCA) y luego se analizó mediante estadística descriptiva, análisis de correlación y análisis de los promedios. El ICDI en general encontrada fue 57,38%, lo que indica que todas las empresas analizadas reportaron poco más de la mitad de los artículos requeridos por el índice. El promedio más alto por país fue presentado por Brasil (63,44%), seguido de Chile (58,46%), México (46,97%) y Argentina (43,81%). En el análisis de correlación se puede ver que las cinco secciones del índice son positivas y estadísticamente correlacionados, lo que refuerza su fuerza en la representación de la divulgación de empresas. Y con respecto a las diferencias de medias entre los países, sólo Chile no mostró estadísticamente diferentes medios entre los otros países analizados. Así, entre las aportaciones de este estudio, no es la estimación de un nivel de divulgación de los principales países de la región, haciendo hincapié en que a pesar de la facilidad de acceso a dicha información a través de Internet, el nivel de divulgación sigue siendo poco más que la mitad de los requerido por el índice estimado.

Palabra-clave: Divulgación; Transparencia; Internet.

1. INTRODUÇÃO

Com a separação da propriedade e gestão de uma firma, surgem conflitos de interesses entre acionistas e gestores, os quais tendem a beneficiar o detentor da informação (JENSEY; MECKLING, 1976). Nesse cenário a Governança Corporativa surgiu como um conjunto de práticas que tem como principais objetivos minimizar esses conflitos e garantir que os recursos das empresas sejam usados de forma correta, atendendo assim aos interesses dos investidores. Com o passar dos anos os acionistas definiram um conjunto de direitos para fins de proteção de seus interesses, entre os quais está o direito de receber informações corporativas (GARAY *et al.*, 2013).

Nesse sentido Lanzana (2004) afirma que um dos meios mais eficientes dos gestores se relacionarem com os investidores e informarem o desempenho administrativo é através da *disclosure*, a qual possibilitará aos acionistas observar o panorama atual da empresa e as perspectivas futuras para esta, realizando dessa forma investimentos de maneira consciente e consistente. Corroborar com a afirmativa Baums (2002) quando diz que a *disclosure* auxilia a tomada de decisão dos usuários, sendo assim um elemento facilitador. Além disso, ainda diminui a assimetria de informação entre acionistas e gestores, gerada nos conflitos de interesses (LANZANA, 2004).

Segundo Lanzana (2004) a *disclosure* passou a ser tratada com mais atenção a partir de grandes escândalos financeiros, como o caso Enron e a crise da *subprime* nos Estados Unidos, as quais chamaram a atenção do mercado para a necessidade de apresentação das informações de maneira transparente para os seus usuários. Em uma das investigações da autora foi verificado que há uma relação positiva entre a *disclosure* e a governança corporativa, uma vez que a transparência na divulgação das informações corporativas é um dos elementos mais importantes em qualquer sistema de governança, sendo assim um fator fundamental no mercado de capitais.

Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) ratificam que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores externos protegem-se contra a expropriação pelos *insiders*. Conforme Garay e González (2008) a adoção voluntária das melhores práticas de governança corporativa merece destaque no mercado de capitais latino-americano, pois este é marcado por uma fraca legislação, que diminui a proteção fornecida aos acionistas. Dessa forma, as empresas que adotam essas práticas de governança conseguem se diferenciar das outras, pois apesar do contexto legalmente hostil dessas empresas, elas tornam-se atrativas para os investidores.

O mercado latino-americano tende a ter níveis baixos de auditoria e padrões contábeis, o que conduz a uma baixa credibilidade das informações contábeis e gera um cenário pouco propício para divulgação dessas informações (PORTA *et al.*, 1998). No Brasil, algumas iniciativas para a adoção de boas práticas de governança podem ser destacadas, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBOVESPA) (MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008). No entanto, esse mercado ainda é caracterizado pela alta concentração de controle acionário e baixo nível de *disclosure* (ALENCAR, 2007).

Um mecanismo que tem se destacado na divulgação de informações corporativas é a internet, fato que pode ser decorrente dos baixos custos de sua utilização e amplo potencial das tecnologias de comunicação e informação (BONSÓN; ESCOBAR, 2001). No entanto, Mendes-da-Silva *et al.* (2008) destacam que a adoção do uso de *websites* pelas empresas ainda se apresenta como voluntária. De acordo com os autores, mercados com maior nível de desenvolvimento têm utilizado essa ferramenta como meio de democratização do acesso às informações úteis ao mercado, o que contribui com a construção de um mercado mais eficiente e a preservação do uso da *disclosure*.

Dada à relevância do tema abordado destaca-se que na literatura nacional não há uma quantidade abrangente de estudos acerca deste, enquanto no âmbito internacional, observa-se um maior interesse pela discussão do assunto (MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008). No que diz respeito à *disclosure* no mercado acionário da América Latina, destaca-se o trabalho de Garay *et al.* (2013), no qual ocorreu a construção do *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI), o qual foi baseado nas informações divulgadas nos *websites* das empresas de sete países latino-americanos. Dessa forma, destaca-se a importância de verificar a relação desse índice entre países do bloco.

Diante do exposto, a contribuição mais significativa deste estudo é a ampliação da discussão no cenário nacional e o fornecimento de parâmetros para comparação da divulgação de informações financeiras na internet entre países da América Latina. Partindo da hipótese de que há uma relação positiva entre o nível de divulgação corporativa destes países, haja vista que estas são economias similares, surge à indagação que conduz este estudo: qual é o nível de divulgação de informações corporativas por meio dos *sites* das companhias abertas de países da América Latina? Nesse contexto, o objetivo deste estudo é estimar e analisar o Índice de Divulgação Corporativa na Internet (ICDI) das empresas latino-americanas que negociaram suas ações nas principais bolsas de valores da América Latina no ano de 2014.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Divulgação de Informações Financeiras

Uma das formas mais relevantes por meio do qual ocorre a comunicação entre gestores e investidores de uma companhia e o mercado em geral é a divulgação ou *disclosure* de informações pela contabilidade. Por meio da divulgação dessas informações as empresas se diferenciam das demais na maneira de expor seus mecanismos, *performance*, bem como das suas particularidades no que diz respeito a vantagens e benefícios que a companhia oferece aos seus clientes, as quais ainda não são conhecidas pelos concorrentes (CUNHA; RIBEIRO, 2008).

As pesquisas sobre divulgação de informações financeiras surgiram na década de 1980 com o propósito de explicar tal fenômeno (CUNHA; RIBEIRO, 2008). Para Verrechia (2001) há três tipos de pesquisas sobre o tema, que são: a divulgação por meio de associação, em que são investigadas as relações desta com as mudanças nas ações dos investidores; divulgação através de julgamento, em que são estudados os meios pelos quais os gestores ou as companhias decidem se vão divulgar ou não as informações financeiras e a divulgação através da eficiência, em que se estuda se em caso de desconhecimento anterior da informação dá-se preferência ao conjunto de divulgação.

A divulgação das informações financeiras apresenta uma forte relevância para o mercado de capitais, tendo em vista o poder de influência exercido por esta sobre os usuários, bem como para os agentes divulgadores das informações. A *disclosure* influencia nas decisões quanto às evidências, levando em consideração quanto custou para a empresa receber a informação; bem como na compreensão por parte dos agentes econômicos, no que diz respeito ao risco oferecido pela empresa o que afeta a utilização de recursos e a fixação de preços de títulos (CRUZ; LIMA, 2010).

Segundo Alencar (2007) as companhias com uma alta qualidade de *disclosure* apresentam um custo de capital próprio menor que empresas com baixa qualidade. Corroborando a afirmação de Lima (2007) que quanto melhor o nível de *disclosure* da empresa menor o custo de capital de terceiros. No entanto, Baums (2002) constata que apesar da divulgação dessas informações serem favoráveis às empresas nem sempre os gestores estão dispostos a

divulgar informações que aumentem o valor da empresa, haja vista a possível existência de conflitos de interesses entre gestores e investidores.

A *disclosure* pode ser obrigatória ou voluntária. A divulgação de informações impostas pela lei constitui a *disclosure* obrigatória, já as informações não exigidas por lei constitui a voluntária. Entretanto, a *disclosure* voluntária, apesar de não ser obrigada por lei é a que apresenta um maior número de informações transparentes (LIMA *et al.*, 2007). Corroborando Umpierre e Otti (2010) destacam que as informações contábeis compulsivas tendem a diminuir os conflitos de interesses entre acionistas e gestores, havendo assim redução na assimetria informacional.

No mercado brasileiro de capitais Cunha e Ribeiro (2008) investigaram a associação da *disclosure* voluntária de dados sociais das companhias com as seguintes variáveis: nível de governança corporativa, tamanho, *performance* e divulgação em períodos passados, em 183 empresas no ano de 2003, 178 em 2004, 180 em 2005 e 174 em 2007. Os autores encontraram relação positiva entre a *disclosure* e estas variáveis, porém a relação desta com o grau de endividamento não apresentou associação significativa.

Correia, Silva e Martins (2015) construíram um Índice de Qualidade de Governança Corporativa, considerando a *disclosure* como uma das dimensões desta. Os autores investigaram a qualidade da governança de 235 empresas listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2010, 2011, 2012 e 2013. Os resultados apontaram que as empresas que tinham melhor qualidade de governança, estavam listadas nos segmentos diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Em estudo feito por Cruz e Lima (2010), investigou-se a relação do nível de divulgação com a reputação corporativa em empresas abertas do Brasil. O estudo foi feito com 23 companhias entre o período de 2000 e 2004 e os resultados mostraram que existe uma relação positiva entre estas duas variáveis, ou seja, as empresas abertas brasileiras divulgam mais informações de forma voluntária aos seus investidores. Também encontrou-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a quantidade de divulgação voluntária.

Conforme Salotti (2005) a divulgação voluntária possui correlação com características corporativas. Em estudo realizado em empresas brasileiras abertas no período de 2000 a 2004, foi verificado que existe uma relação positiva entre a divulgação voluntária com o desempenho da empresa e a emissão de ações no mercado exterior. No entanto, para a amostra, a divulgação voluntária apresentou correlação negativa com os custos dessa divulgação e a assimetria de informação.

Já Santos *et al.* (2012) estudaram a relação da *disclosure* verde, ou seja, a divulgação de informações corporativas socioambientais, com a reputação ambiental das 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil. Os resultados encontrados indicaram que as companhias com um maior nível de divulgação verde são aquelas que estão listadas no Índice de Sustentabilidade da BM&FBOVESPA, e que estas companhias são aquelas que têm um maior grau de reputação corporativa.

No cenário internacional, Akbas (2014) investigou a associação entre características da empresa e a quantidade de informações ambientais divulgadas de companhias da Turquia. A análise foi realizada com 62 companhias não financeiras listadas no índice-100 no final de 2011. Os resultados indicaram que para essas empresas a extensão da *disclosure* tem relação positiva com o tamanho da empresa, porém negativa com a rentabilidade. Entretanto, o endividamento e a idade da empresa não apresentaram nenhuma relação com a extensão da *disclosure*.

Segundo Akbas (2014) por mais que o endividamento seja uma característica relevante para a empresa, e que este pode influenciar na divulgação, não há estudos na literatura que

apontem uma associação entre estes. Contudo, Andrikopoulos e Kriplani (2013) ratificam que a partir do momento que há aumento na dívida da companhia, há também um acréscimo do número de supervisão por parte dos investidores no que diz respeito às informações referentes ao desempenho da empresa.

Patel, Balic e Bwakira (2002) analisaram o nível de divulgação de 354 companhias de 19 países emergentes durante três anos. Os achados do estudo apontaram que os países sul africanos e asiáticos apresentaram uma melhor qualidade de divulgação com relação aos países da América Latina, bem como houve crescimento dessa discrepância ao longo dos anos estudados. Corroborando, Silva e Magalhães (2005) pontuam que nos países da América Latina a falta de transparência das informações financeiras é uma das principais causas da baixa valorização das empresas.

A mídia facilita a divulgação de informações corporativas por parte das empresas. Muitos são os meios pelos quais ocorre essa divulgação, quer seja, imprensa financeira, rádio, televisão ou internet, o importante é que esta divulgação aconteça de forma rápida e com um baixo custo para as partes interessadas (BUSHMAN; SMITH, 2001). Dessa forma, em busca de facilitar cada vez mais o acesso dos agentes econômicos a essas informações, muitas companhias têm aderido ao uso da internet como meio de divulgação (SHOKRI; GHORBANI; ROSTAMI, 2015).

2.2. A Divulgação na Internet

As tecnologias de informação e comunicação, principalmente a internet forneceram novos métodos de comunicação corporativa para as empresas nos últimos dez anos. Por meio da internet as empresas divulgam suas informações ao nível mundial sem limitações de tempo, bem como através de um *website* corporativo, o que tende a reduzir as impressões e despesas com pessoal. O uso da ferramenta na divulgação dessas informações também contribui para que os acionistas optem por receberem dados financeiros on-line em vez de correio postal. Esse conjunto de fatores indica que informações corporativas por meio da internet trazem benefícios na redução de custos, distribuição, frequência e velocidade (GANDÍA, 2008).

Nesse sentido, Shokri *et al.* (2015) afirmam que com o avanço das tecnologias de informação e comunicação, muitas empresas têm optado por divulgar suas informações através da *web*. Essa tecnologia torna as informações mais acessíveis a todos os seus usuários, de maneira rápida e eficaz, bem como fornece uma grande quantidade de informações de forma muito rápida, ampla e fácil. A internet facilita muito a comunicação entre empresas e as partes interessadas, e a partir do uso dessa tecnologia pelas companhias houve um aumento significativo dessa comunicação.

Corroborando com a assertiva Gajewski e Li (2015) afirmam que com a ascensão da Rede mundial de Computadores ocorreu uma revolução nos mercados financeiros na área de transparência financeira para os investidores e empresas listadas. Pois esta dá oportunidade às empresas de agregarem e disseminarem informações de diferentes tipos como vídeo, som, texto, entre outros, o que faz com que se obtenham vantagens em relação aos meios tradicionais de divulgação de informação, como é o exemplo do relatório anual baseado em papel. Debreceny, Gray e Rahman (2002) acrescentam que através da adoção da internet de forma generalizada em todo o mundo, e a crescente demanda de informação das partes interessadas, é cada vez maior o número de empresas mundialmente que a estão usando para negócios e divulgação de suas informações financeiras.

As empresas também encontram nesse meio de divulgação uma forma de melhorar seu nome e imagem no mercado em geral. Nesse sentido, as informações são divulgadas com

mais rapidez e de forma mais automática que os meios tradicionais de divulgação. Por meio dela as empresas passaram a processar informações com uma maior credibilidade, assim como ter um custo menor para divulgá-las. Diante deste novo cenário, a exploração deste meio de divulgação por parte da empresa tem se tornado fator fundamental para a continuidade dos negócios. O meio de divulgação de informação financeira baseada em papel tem sido substituído por essa tecnologia (BONSÓN; ESCOBAR, 2001).

No entanto, Mendes-da-Silva *et al.* (2008), argumentam que apesar do crescimento do número de empresas que divulgam suas informações corporativas nos *websites* ter crescido, o uso destes para Relação com Investidores ainda é voluntário. Corroborando Múrcia e Santos (2009) afirmam que pesquisadores têm tentado explicar os motivos pelos quais as empresas divulgam informações de forma voluntária. Cunha e Ribeiro (2008) destacam que as características das empresas, tais como tamanho, *performance*, entre outras, influenciam na adesão destas a *disclosure* voluntária.

No cenário internacional estudos têm sido realizados relacionando a *disclosure* por meio de *website* com características corporativas. No mercado financeiro francês, Gajewski e Li (2015), investigaram o impacto da divulgação na internet. Estes analisaram a relação entre a assimetria de informação e práticas de divulgação por meio da *web*. Foi desenvolvido um índice de 40 itens para analisar o nível de divulgação voluntária por meio da internet, enquanto a assimetria de informação foi mensurada por meio da disseminação e a probabilidade de negociação informada. Observou-se que quanto mais informação a empresa divulga pela *web*, menor é a assimetria de informação no mercado acionário francês.

No mercado japonês Marston (2003) realizou em estudo com as 99 principais empresas do país, em que 78 delas possuíam um *website* em inglês no ano de 1999, 68 divulgavam informações financeiras e apenas 57 divulgavam informações contábeis. Os resultados apontaram que a existência dos *websites* nas empresas apresentou relação positiva com o tamanho da empresa, porém a divulgação corporativa não apresentou associação com a variável tamanho. Da mesma forma ao analisar a correlação das variáveis “setor de atuação”, “rentabilidade” e “oferta de ações em mercado exterior”, não foi encontrada relação significativa com a presença do site em inglês das empresas japonesas.

Bonsón e Escobar (2001) afirmam que mesmo com baixos custos de divulgação corporativa na *web*, as informações referentes às empresas europeias são muito distintas, em termos de qualidade e quantidade. Os autores investigaram 20 empresas que apresentam um maior valor de mercado de cada país da União Europeia com objetivo de analisar a relação da *disclosure* na internet com seu setor, país de origem das companhias e o tamanho destas. Os resultados apontaram que há uma relação significava entre essas variáveis e a divulgação voluntária por meio de *website*.

Também na Europa, Gandía (2008) investigou as divulgações corporativas através da internet em 92 empresas do mercado espanhol e encontrou resultados positivos. As conclusões revelaram que as empresas que tinham maior pontuação de *disclosure* eram mais favoráveis a utilizá-la para divulgar também informações de governança corporativa. As autoridades fiscalizadoras dos mercados de capitais europeu e norte-americano têm se interessado cada vez mais pela regulação do conteúdo e forma das informações de governança corporativa divulgadas na internet. Diante dessa afirmação a realização da discussão deste tema foi muito favorável.

No mercado acionário iraniano, Shokri *et al.* (2015) analisaram uma amostra de 108 empresas listadas na Bolsa de Teerã para o período de 1390 a 1392 (calendário iraniano), com o objetivo de encontrar alguma relação entre a divulgação corporativa por meio dos *websites* com características dessas firmas. As conclusões mostraram que existe uma relação positiva e

significante entre a divulgação de informação corporativa na internet com o valor de mercado e o retorno sobre os ativos da empresa. Os autores ainda ratificam que a *disclosure* na internet é muito relevante para diferentes países.

Yap e Saleh (2011) realizaram um estudo com empresas da Malásia, que teve por objetivo descobrir quais as razões das empresas divulgarem suas informações via internet. Concluíram que há três motivos principais para essa adesão: as companhias desejam ser mais transparentes, para assim atender melhor as partes interessadas; usam a internet para divulgar seus produtos e serviços e produzir uma boa imagem no mercado; e ainda, para essas empresas uma boa qualidade de governança corporativa promove um maior nível de divulgação.

No âmbito brasileiro pesquisas acerca da *disclosure* corporativa têm sido realizadas. Mendes-da-Silva *et al.* (2008) analisaram a relação da propagação das informações nos *websites* com as características de 282 companhias abertas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2006. Os resultados estão baseados na importância das informações corporativas divulgadas, que constituíram os índices de *disclosure* e estes sugerem que existe uma relação positiva entre a *disclosure* e as seguintes características corporativas: tamanho, retorno de ações, governança corporativa diferenciada, alto grau de endividamento e tipos de informações corporativas mais solicitadas por corretoras.

Silva e Magalhães (2005) investigaram a existência da relação entre a divulgação corporativa por meio de *websites* e características de 291 empresas não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no ano de 2002. Os achados do estudo apontaram que o tamanho e um pequeno retorno anual das ações são diretamente proporcionais à quantidade de informações corporativas divulgadas por meio da internet. Isso significa que para essa amostra de empresas brasileiras, bem como na anterior a *disclosure* apresenta uma relação positiva com algumas características corporativas.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. População e Amostra

Quanto a população investigada, refere-se a todas as empresas abertas dos 4 países latino-americanos: Brasil, México, Chile e Argentina, que negociaram suas ações nas suas respectivas bolsas de valores no ano de 2014, totalizando 858 companhias, ao retirar os fundos de investimentos, sendo 391 do Brasil, 225 do Chile, 146 do México e 96 da Argentina. No que tange à amostra analisada, permaneceram apenas as empresas que disponibilizaram *websites* corporativos, permanecendo assim 747 companhias, sendo 358 do Brasil, 186 do Chile, 122 do México e 81 da Argentina. Os dados foram coletados no mês de novembro de 2015, a partir dos *websites* das empresas disponíveis na internet.

Tabela 1. População e Amostra. 2014.

País	População	Amostra	Composição da Amostra (%)
Brasil	391	358	47,92
Chile	225	186	24,90
México	146	122	16,33
Argentina	96	81	10,84
Total	858	747	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

3.2. Composição do *Internet-Based Corporate Disclosure Index* (ICDI)

Para a construção do ICDI foi utilizado como parâmetro o índice construído por Garay *et al.* (2013), que contém 33 (trinta e três) questões, que podem ser divididas em 5 (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). Cada uma delas são variáveis binárias (*dummies*) que apontam (1) para a presença ou (0) para a ausência de cada uma das variáveis em cada empresa estudada. É importante observar que os dados disponíveis nos *websites* das companhias são referentes ao último fechamento fiscal de cada empresa, o que pode variar de uma para outra.

As empresas que compõem a amostra atuam em 11 (onze) setores no mercado: consumo discricionário (bens de consumo que não são essenciais à sobrevivência, mas eventuais); consumo básico (bens de consumo essenciais à sobrevivência); energia (geradoras de energia); finanças (instituições financeiras e seguradoras); cuidados de saúde (laboratórios, distribuidoras de medicamentos e clínicas); indústria (fabricação de produtos); materiais (indústria siderúrgica e exploração mineral); autônomo (empresas que não se classificam em nenhum dos setores supracitados); tecnologia da informação (*softwares*); serviços de telecomunicações (empresas de telefonia) e utilidades (prestadoras de serviços).

Quadro 1. Questionário do ICDI.

Seção 1: 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 seletivos	12
Seção 2: 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 3: Formas de Apresentação de informações	Links para suas informações contábeis	20
	Relatórios anuais em PDF	21
	Informações financeiras processáveis	22
	Informação financeira no formato XBR	23
	O site está disponível em mais de uma língua	24
	O site possui sua própria ferramenta de busca	25
	O site permite <i>cookies</i>	26
Seção 4: 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 os investidores solicitarem informações adicionais	30
Seção 5: <i>Disclosure</i> por meio de áudio ou vídeo	Permite participação em tempo real em reuniões do conselho de	31
	Oferece acesso a documentos (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	32
	Oferece acesso a apresentações (áudio ou vídeo) de reuniões anteriores	33

Fonte: Adaptado de Garay *et al.* (2013).

3.3. Instrumento Metodológico

Para a construção do índice geral de *Disclosure* dos quatro países (Argentina, Brasil, Chile e México), calculou-se uma média de todas as empresas, em todas as seções e setores anteriormente citados. Também foi calculado o desvio padrão para a observação do grau de dispersão das variáveis do estudo.

Foram construídos três subíndices:

- Seção: foram calculadas as médias, desvio padrão, mediana, mínimo e máximo de cada empresa, por seção, bem como a média geral e desvio padrão das cinco seções do índice.
- País: foram estimadas as estatísticas descritivas e de tendência central para os países investigados.
- Setor: foram adotados os mesmos procedimentos utilizados para os subíndices, citados anteriormente.

Posteriormente, foi realizada a análise de correlação entre estes subíndices. Para isso foi utilizada a ferramenta *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS).

3.4. Análise de Componentes Principais

Para a construção do *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI) foi utilizada a Análise de Componentes Principais (ACP), conforme metodologia de Nagar e Basu (2002). Dessa forma, foi calculada uma média ponderada dos componentes principais obtidos, conforme os pesos de suas variâncias individuais. Com isso, transformou-se a matriz de dados com N observações de K variáveis em um conjunto de K^* variáveis ortogonais (componentes principais), de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível. Com isso, buscou-se isolar o componente comum das *proxies* utilizadas.

Para analisar as relações entre as seções do índice, utilizou-se a matriz de correlação de *Pearson*, haja vista que o teste de Kolmogorov-Smirnov indicou que as variáveis não possuíam distribuição normal (p -valor $< 0,05$). Já a análise de diferença das médias de ICDI entre os países foi realizada por meio do teste de Mann-Whitney para amostras independentes, cuja hipótese nula assume que duas amostras possuem distribuições idênticas. Assim, buscou-se verificar se existia diferenças entre a *disclosure* em internet entre as empresas de cada país.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão apresentadas as descrições dos dados referentes aos setores, países, seções, bem como a análise de correlação e os testes de diferenças de médias.

4.1. Composição da Amostra

Na tabela 2 é apresentada a distribuição absoluta das empresas de acordo com seu país e setor de atuação. Observa-se que o Brasil possui o maior número de empresas em todos os setores do mercado. Entretanto, o México não possui nenhuma empresa atuando no setor de tecnologia da informação. É importante destacar que os setores de consumo discricionário e finanças apresentam a mesma quantidade de empresas, 127, sendo assim os setores que têm um maior número de companhias. Entretanto o setor de tecnologia da informação apresenta o menor número de companhias, apenas 11 empresas.

Tabela 2. Distribuição das empresas por país e por setor. 2014.

Setor/País	Argentina		Brasil		Chile		México	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Consumo Discricionário	9	11,11	72	20,11	20	10,75	26	21,31
Consumo Básico	9	11,11	26	7,26	31	16,67	21	17,21
Energia	7	8,64	9	2,51	1	0,59	1	0,82
Finanças	12	14,81	55	15,36	30	16,13	30	24,59
Cuidados de saúde	1	1,23	11	3,07	5	2,69	3	2,46
Indústria	9	11,11	48	13,41	29	15,59	18	14,75
Materiais	8	9,88	31	8,66	20	10,75	14	11,48
Tecnologia da Informação	1	1,23	9	2,51	1	0,59	0	0,00
Serviços de	1	1,23	7	1,96	4	2,15	3	2,46
Autônomo	14	17,28	46	12,85	21	11,29	5	4,10
Utilidades	10	12,35	44	12,29	24	12,9	1	0,82
Total	81	100,00	358	100,00	186	100,00	122	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

A Argentina possui o maior número de empresas autônomas (empresas que não se classificam em nenhum dos setores estudados), com um percentual de 17,28% do total. O Brasil possui a maioria das empresas de consumo discricionário, com 20,11%, o que significa que a maioria das empresas estudadas deste país são de consumo de produtos não essenciais à sobrevivência. No Chile, o maior número de empresas é de consumo básico, com um percentual de 16,67% e o México possui em sua maioria empresas do setor financeiro, com 24,59% (Tabela 2).

Por outro lado, em estudo realizado por Garay *et al.* (2013) nas empresas abertas de sete países da América Latina nos anos de 2006, 2008 e 2010, o setor que teve a maior representatividade nesses quatro países foi o de manufaturas. No Brasil, 75% das empresas estudadas faziam parte desse setor, seguido do México com 57,14%, a Argentina, com um percentual de 54,1% e o Chile com 37,68%. No presente estudo não foi observada uma padronização entre os países estudados no que concerne à representatividade dos setores que as empresas ocupam, uma vez que ocorreu variação em cada mercado do setor que se mostrou mais representativo.

4.2. Índice Geral de *Disclosure*

Na tabela 3 observa-se as médias de divulgação de informações por meio dos sites corporativos. O Brasil apresenta a maior média entre a amostra observada, com um percentual de 63,44%; o que significa que a maior parte das empresas brasileiras estudadas divulga informações através de seus sites. Esse resultado está em desacordo com a afirmação de Alencar (2007), pois mesmo diante da alta concentração de ações nas mãos de poucos, as empresas brasileiras estão divulgando suas informações por meio de seus sites. Por outro lado, na Argentina e no México as empresas atendem a menos da metade das questões do ICDI.

Tabela 3. Estatísticas descritivas de *disclosure* na América Latina. 2014.

Países	Média	Desvio Padrão
Argentina	0,4381	0,2240
Brasil	0,6344	0,1752
Chile	0,5846	0,1438
México	0,4697	0,1344
Geral	0,5738	0,1773

Fonte: Dados da pesquisa.

Garay *et al.* (2013), considerando sete países latino-americanos, observou que apesar da fraca proteção aos acionistas, existe uma relação positiva e forte entre a divulgação de dados corporativos e o índice de governança. Nossa amostra considerou quatro desses países e verificou que a média geral destes corresponde a 57,38%, o que indica que as empresas observadas no bloco atendem a mais da metade das questões relativas à divulgação. Sendo assim, esse resultado não está em conformidade com o que foi dito por Porta *et al.* (1998), pois mesmo diante de toda a fragilidade desse mercado, as empresas têm divulgado suas informações financeiras por meio de seu sites.

4.3. Subíndices de *Disclosure*

Foi observado um percentual de 73,57% de divulgação por meio dos relatórios anuais e periódicos, o que é justificado pelo impositivo legal, bem como pelo maior número de questões entre todas as seções do índice (Garay *et al.*, 2013). Enquanto isso, o índice de divulgação de notícias apresentou apenas 45,57%, o que representou o menor percentual entre as seções consideradas. É importante destacar que as empresas atendem a mais da metade das questões referentes à seção 4, o que significa que os *Stakeholders* têm acesso direto aos esclarecimentos das empresas por meio dos sites (Tabela 4).

Tabela 4. Estatística Descritiva das Empresas por Seção. 2014.

Seção	Média	Desvio Padrão
Seção 1: Relatórios anuais e periódicos	0,7357	0,1696
Seção 2: Divulgação de notícias	0,4557	0,1751
Seção 3: Formas de Apresentação de informações	0,4790	0,1252
Seção 4: Relação direta com os investidores	0,5316	0,2518
Seção 5: <i>Disclosure</i> por meio de áudio ou vídeo	0,4801	0,2885

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas do ICDI por país em cada seção. É possível observar que dos quatro países estudados o Brasil apresentou as maiores médias do ICDI em quatro seções do índice, com exceção da Seção 1, na qual o Chile obteve maior média (81,82%). Esses resultados corroboram em partes com o estudo do Garay *et al.*, em que o Brasil apresentou a maior média do ICDI com 55%, seguido do México com 50% de média do índice. Já para este estudo foi observado que o segundo melhor resultado foi o do Chile.

Entre os países estudados, o Brasil é o único que atende a mais da metade de todas as questões das cinco seções, seguido do Chile que corresponde a mais de 50% das questões de duas seções. Já a Argentina obteve os piores resultados, atendendo a maior parte das questões em apenas uma seção, apresentando assim semelhança com os resultados do México. A pior

de todas as médias pode ser vista no que tange a *Disclosure* por meio de áudio ou vídeo na Argentina (19,34%).

Em média as empresas atendem a 73,57% das perguntas referentes aos relatórios anuais e periódicos, o que pode estar relacionado ao fato do impositivo legal para que estas disponibilizem tais documentos. Foi observado que menos da metade das empresas da amostra divulga suas notícias por meio de sites corporativos. Resultado similar ao das formas de apresentação de informações, da relação direta com investidores, bem como da *Disclosure* por meio de áudio ou vídeo.

Tabela 5. Médias do ICDI por seção/país (%). 2014.

Seção	Argentina	Brasil	Chile	México	Geral
Seção 1: Relatórios anuais e periódicos	0,6162	0,7458	0,8163	0,6626	0,7357
Seção 2: Divulgação de notícias	0,3210	0,5020	0,5100	0,3255	0,4557
Seção 3: Formas de Apresentação de	0,3598	0,5670	0,3948	0,4286	0,4790
Seção 4: Relação direta com os investidores	0,4300	0,6369	0,4906	0,3524	0,5316
Seção 5: <i>Disclosure</i> por meio de áudio ou vídeo	0,1934	0,6518	0,4014	0,2869	0,4801

Fonte: Dados da pesquisa.

4.4. ICDI por Setor

Na Tabela 6 estão descritas as empresas por setor. Foi observado que o Setor Utilidades apresentou o maior índice entre os demais, com 69,20%, haja vista que a maioria das empresas classificadas neste setor são prestadoras de serviços de energia, o que pode ser justificado pela fiscalização governamental que faz com que essas empresas divulguem maior número de relatórios. Em estudo realizado por Correia, Silva e Martins (2015) observou-se que as empresas brasileiras do setor de energia, integrantes do segmento diferenciado da BM&FBovespa, Nível 2, possuem melhor qualidade de Governança Corporativa devido serem fiscalizadas pelo governo. Enquanto o setor autônomo apresentou o pior resultado, com o percentual de apenas 1,51% de divulgação.

Tabela 6. Estatísticas Descritivas das Empresas por Setor. 2014.

Setor	Média	Desvio Padrão
Consumo Discricionário	0,5574	0,0958
Consumo Básico	0,5806	0,0695
Energia	0,6880	0,0566
Finanças	0,6084	0,0795
Cuidados de saúde	0,5485	0,0964
Indústria	0,5717	0,0832
Materiais	0,5865	0,0909
Tecnologia da Informação	0,6694	0,0692
Serviços de Telecomunicações	0,6364	0,0604
Autônomo	0,0151	0,1515
Utilidades	0,6920	0,0696

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 7 são apresentadas as médias do ICDI dos setores de cada país. Considerando os subíndices de cada país, observou-se o melhor desempenho no setor de tecnologia da informação e energia chilenos, sendo os dois com o mesmo percentual (81,82%). Já o setor de tecnologia da informação mexicano teve o pior desempenho, com um

índice de 0%. Na Argentina, o destaque foi para o serviço de telecomunicações com 78,79%. Enquanto no Brasil foi o setor de utilidades foi o que apresentou o maior percentual (72,59%). Por fim, o México teve o maior valor médio no serviço de telecomunicações, com 63,64%.

Tabela 7. Média do ICDI por setor, em cada país. 2014.

Setores	Argentina	Brasil	Chile	México
Consumo Discricionário	0,4074	0,6132	0,5197	0,4837
Consumo Básico	0,2896	0,7144	0,6266	0,4719
Energia	0,6407	0,7104	0,8182	0,4848
Finanças	0,6768	0,6518	0,6414	0,4687
Cuidados de Saúde	0,1212	0,7052	0,3818	0,3939
Indústria	0,3771	0,6319	0,5956	0,4697
Materiais	0,4129	0,6774	0,6072	0,4545
Tecnologia da Informação	0,4545	0,6768	0,8182	0,0000
Serviço de Telecomunicações	0,7879	0,6147	0,6364	0,6364
Autônomo	0,1710	0,4506	0,3862	0,3697
Utilidades	0,6151	0,7259	0,6692	0,5151

Fonte: Dados da pesquisa.

4.4. Correlação entre as Seções do ICDI

A Tabela 8 apresenta a análise de correlação de *Pearson* entre as 5 Seções consideradas no ICDI. Foi adotado nível de significância a 1%. Nela é possível observar que todas as Seções apresentaram uma relação positiva e significativa entre si. A correlação mais forte e significativa foi aquela entre a Seção 3 e a Seção 5, que trata da forma de apresentação de informações, com a *disclosure* por meio de áudio ou vídeo (0,660). Isso significa que quanto melhor for a forma de apresentação dessas informações, mais elas estarão disponíveis em seus sites por meio de áudio ou vídeos.

Tabela 8. Correlação de *Pearson* das médias das seções. 2014.

SEÇÕES	Seção 1	Seção 2	Seção 3	Seção 4
Seção 2	0,521**			
Seção 3	0,605**	0,619**		
Seção 4	0,270**	0,501**	0,500**	
Seção 5	0,430**	0,625**	0,660**	0,540**

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ** é significativa a 1%.

Destaca-se também a forte correlação da Seção 5 com a Seção 2, indicando que quanto mais a empresa divulga notícias, maior é a chance das informações serem divulgadas por meio de áudios ou vídeos. Por outro lado, a relação menos forte do estudo foi entre as médias da Seção 4 e a Seção 1 (0,270), que tratam respectivamente da relação direta com os investidores e os relatórios anuais e periódicos. O que caracteriza que para essa amostra, as empresas que mais divulgam relatórios anuais e periódicos, não necessariamente são as que terão uma maior relação com seus investidores por meio de seus sites.

4.5. Diferença de Médias de ICDI entre Países

Na Tabela 9 são reapresentadas as estatísticas descritivas do *Internet-based Corporate Disclosure Index* (ICDI) por país e o teste de diferença de médias entre os países. No Painel A dessa tabela, é possível observar a média do ICDI encontrada para cada país, tendo-se observado que o Brasil apresentou melhor nível de *disclosure* (0,6344), uma vez que as empresas analisadas nesse país cumpriram em média 63,44% dos itens de divulgação levantados por Garay *et al.* (2013). Em seguida, observa-se o Chile (0,5846), o México (0,4697) e a Argentina (0,4381), nesta ordem.

Todavia, para se verificar se essas médias são estatisticamente diferentes ou não, foi realizado um teste de diferença de médias. Por meio do teste de normalidade de *Kolmogorov-Smirnov* se verificou que as variáveis não apresentavam distribuição normal e, por essa razão, optou-se pelo teste de diferenças de médias de *Mann-Whitney*, sendo não paramétrico. Seus resultados são apresentados no Painel B da Tabela 9.

Tabela 9. Estatísticas descritivas da média e testes de diferença de médias, por país. 2014.

Painel A: Estatísticas descritivas do ICDI					
País	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Argentina	0,4381	0,4545	0,2240	0,0000	0,8485
Brasil	0,6344	0,6970	0,1752	0,0000	0,9697
Chile	0,5846	0,6061	0,1438	0,0000	0,9394
México	0,4697	0,5152	0,1344	0,0000	0,7576
Total	0,5738	0,6061	0,1773	0,0000	0,9697
Painel B: Testes de diferenças de médias do ICDI (U de Mann-Whitney)					
País	Estatística U	Hipótese Nula	Decisão		
Argentina	-4,885***	H_0 : a distribuição do ICDI é idêntica.	Rejeitar		
Brasil	7,721***	H_0 : a distribuição do ICDI é idêntica.	Rejeitar		
Chile	0,563	H_0 : a distribuição do ICDI é idêntica.	Não Rejeitar		
México	-6,985***	H_0 : a distribuição do ICDI é idêntica.	Rejeitar		

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: *** é significante a 1%.

Com base nos resultados dos testes de diferenças de médias, pode-se observar que as médias do Brasil, da Argentina e do México são estatisticamente diferentes da média total da América Latina, tendo em vista que a hipótese nula do teste de *Mann-Whitney* foi rejeitada. Isto significa que é possível atestar que a *disclosure* das empresas brasileiras é estatisticamente maior que das demais empresas analisadas. Por outro lado, o Chile foi o único país que não apresentou diferença em suas médias.

5. CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo estimar um Índice de Divulgação Corporativa na Internet (ICDI) para empresas de quatro países latino-americanos e relacioná-lo entre si. Ao estimar o ICDI, através da Análise dos Componentes Principais (ACP), observou-se que os países atendem a mais da metade das questões do índice (57,38%). Entre os países estudados o que apresentou a maior média de *Disclosure* foi o Brasil com 63,44%, seguido do Chile, com 58,46%, enquanto a Argentina apresentou o pior resultado (43,51%). Esses dados indicam que as empresas brasileiras são as que mais divulgam informações financeiras via internet, o que pode ser justificado pelo fato do mercado brasileiro ser o que tem a maior fiscalização.

Foram criados também subíndices das cinco seções utilizadas no índice e dos setores de atuação, os quais as empresas que compõem a amostra fazem parte. Quanto aos setores de atuação, o que teve a maior média de *Disclosure* foi o de utilidades, com 69,20%, o que pode

estar relacionado à inclusão nesse segmento de empresas prestadoras de serviço de energia, as quais estão entre as que são reguladas pelo Estado, o que promove maior grau de divulgação de informações.

No que diz respeito às seções estudadas, relatórios anuais e periódicos apresentou um percentual de 73,57%, sendo o maior registrado na amostra, cuja justificativa pode estar associada ao maior número de questões do índice pertencerem a essa seção. Já a divulgação de notícias obteve o pior resultado da investigação, com 45,57%. Esses resultados contribuem para aprofundar os conhecimentos sobre o tema no cenário nacional, uma vez que há escassez de trabalhos sobre o assunto no Brasil. Os mesmos também ampliam a discussão no cenário internacional, devido à correlação realizada entre o índice estimado.

Analisando a relação dos subíndices analisados, especificando a divulgação de (1) relatórios anuais e periódicos, (2) divulgação de notícias, (3) formas de apresentação de informações, (4) relação direta com os investidores e (5) *disclosure* por meio de áudio ou vídeo, pode-se verificar que todas essas seções são correlacionadas de forma positiva e estatisticamente significativa, o que fortalece a robustez do ICDI para representar a *disclosure* das empresas. Quanto às médias dos países, pode-se verificar que há diferenças estatisticamente significantes entre as médias encontradas para a Argentina, o Brasil e o México. O Chile não apresentou médias diferentes estatisticamente. Assim, pode-se verificar que o Brasil apresentou o melhor nível de *disclosure* entre os países analisados.

Por fim, quanto às limitações do estudo, destaca-se que os resultados não podem ser generalizados aos demais países não analisados, tendo em vista que foram considerados apenas quatro países da América Latina. Limita-se, também, devido não se ter encontrado os sites corporativos de algumas empresas de capital aberto dentre os países investigados. No entanto, tais restrições não invalidam as conclusões obtidas no estudo, tendo em vista sua contribuição à escassa literatura sobre *disclosure* na internet em países da América Latina.

REFERÊNCIAS

AKBAS, H. E. Company Characteristics and Environmental Disclosure: an Empirical Investigation on Companies Listed on Borsa Istanbul 100 Index. **The Journal of Accounting and Finance**. 2014.

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

ANDRIKOPOULOS, A; KRIKLANI, N. Environmental disclosure and financial characteristics of the firm: the case of Denmark. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 20, n. 1, p. 55-64. 2013.

BAUMS, T. Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: the example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI) – Law Working Paper. **Social Science Research Network**. 2002.

BONSÓN, H; ESCOBAR, T. A Survey on Voluntary Disclosure on the Internet. Empirical Evidence from 300 European Union Companies. **The International Journal of Digital Accounting Research**, v. 2, n. 1, p. 27-51. 2001.

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

CORREIA, T. S; MARTINS, O. S; SILVA, M. N. F. Qualidade da Governança Corporativa das Empresas no Mercado Brasileiro de Capitais. In: CONGRESSO IBEROAMERICANO DE CONTABILIDADE E GESTÃO, 9., 2015, Florianópolis/SC. **Anais...** Florianópolis: IBEROMERICANO, 2015.

CRUZ, C. V. O. A; LIMA, G. A. S. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil - FURB**, Blumenau, ano VI, n. 1, p. 85-101. 2010.

CUNHA, J. V. A; RIBEIRO, M. S. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Eletrônica – FGV**, São Paulo, v. 48, n. 1, jan/mar. 2008.

DEBRECENY, R; GRAY, G. L; RAHMAN, A. The determinants of Internet financial reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 21, p. 371–394. 2002.

GAJEWSKI, J. F; LI, L. Can Internet-based disclosure reduce information asymmetry? **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 31, p. 115–124. 2015.

GANDÍA, J. L. Determinants of internet-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. **Online Information Review**, v. 32, n. 6, p. 791 – 817. 2008.

GARAY, U; GONZALÉZ, M; GUZMÁN, A; TRUJILLO, M. A. Internet-based corporate disclosure and market value: evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 17, p. 150–168. 2013.

GARAY, U; GONZALÉZ, M. Corporate Governance and Firm Value: the case of Venezuela. **Corporate Governance International Review**, v. 16, n. 3, p. 194-209. 2008.

YAP, K. H; SALEH, Z. Internet Financial Reporting in Malaysia: The Preparers' View. **Asian Journal of Finance & Accounting**, v. 3, n. 1. 2011.

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

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Curso de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da Teoria da Divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Curso de Pós-Graduação em Controladoria e

Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2007.

LIMA, G. A. S. F; LIMA, I. S; FÁVERO, L. P. L; GALDI, F. C. Influência do disclosure voluntário no custo de capital de terceiros. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, 2007, São Paulo/SP. **Anais...**São Paulo: USP, 2007.

MARSTON, C. Financial reporting on the Internet by leading Japanese companies. **Corporate Communications: an International Journal**, v. 8, n. 1, p. 23-34. 2003.

MENDES-DA-SILVA, W; MAGALHÃES FILHO, P. A. O. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet. **Revista de Administração de Empresas – FGV**, São Paulo, v. 4, n. 2. 2005.

MENDES-DA-SILVA, W; ANDRADE, J. M; FAMÁ, R; MALUF FILHO, J. A. *Disclosure* via *website* corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas - FGV**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 190-205. 2008.

MÚRCIA, F. D. R; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 3, n. 2, P. 72-95. 2009.

NAGAR, A. L; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH (org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker. 2002.

PATEL, S; BALIC, A; BWAKIRA, L. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 3, n. 4, p. 327-337. 2002.

PORTA, R. L; LOPES-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3–27. 2000.

PORTA, R. L; LOPES-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISNY, R. Law and finance. **Journal Political Economics**, v.106, n. 6, p. 1113–1155. 1998.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no mercado de capitais brasileiro**. 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

SANTOS, P. S. A; Vargas, A. J; Almeida, D. M; LAVARDA, C. E. F. Nível de *disclosure* verde e a reputação corporativa ambiental das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 9, n.18, p. 63-82. 2012.

SHOKRI, S. S. S; GHORBANI, B; ROSTAMI, V. The Effect of Disclosure of Information on Internet on Market Value and Return on Assets of the Companies Listed in Tehran Stock

Exchange. **European Online Journal of Natural and Social Sciences, Special Issue on New Dimensions in Economics, Accounting and Management**, v. 4, n. 1. 2015.

UMPIERRE, M. B; Ott, E. Informações Contábeis Voluntárias e as Recomendações de Investimento em Ações. **Encontro da Anpad**, Rio de Janeiro, 24. 2010.

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