

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

Alfabian Dantas Ferreira

**O IMPACTO DO CUSTO DE TRANSAÇÃO AO OBTER
INFORMAÇÕES CONTÁBIL-FINANCEIRAS SOBRE O VALOR DE
MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

**VITÓRIA
2012**

ALFABIAN DANTAS FERREIRA

**O IMPACTO DO CUSTO DE TRANSAÇÃO AO OBTER
INFORMAÇÕES CONTÁBIL-FINANCEIRAS SOBRE O VALOR DE
MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Finanças, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal

**Vitória
2012**

FOLHA DE APROVAÇÃO

ALFABIAN DANTAS FERREIRA

O IMPACTO DO CUSTO DE TRANSAÇÃO AO OBTER INFORMAÇÕES CONTÁBIL-FINANCEIRAS SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para o título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração – Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 04 de abril de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal
Fucape Business School

Convidado: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa
Fucape Business School

Convidado: Prof.Dr. Bruno Cesar Aurichio Ledo
Universidade de São Paulo - USP

Dedico este trabalho aos meus pais, a minha esposa e as minhas filhas.

Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar a Deus, por iluminar o meu caminho, conceder o privilégio de vencer os obstáculos e permitir a conclusão desta longa caminhada.

Um agradecimento especial ao meu orientador, Prof. Dr. Bruno Funchal, pela confiança depositada na minha pessoa, pela dedicação e orientação precisa na condução desta pesquisa, contribuindo de forma decisiva para a finalização do mestrado.

A todos os professores da FUCAPE, pelos conhecimentos que me foram transmitidos os quais foram fundamentais para concretização desse trabalho.

Aos funcionários da FUCAPE pela atenção e competência dispensada de forma sempre educada e afável.

Meus sinceros agradecimentos aos sogros Elias Thompson e Elzy Leite Thompson, pelas palavras de incentivo e apoio que foram essenciais nessa difícil busca de capital cultural.

Aos meus pais Aderson Ferreira da Silva (in memoriam) e Lígia Dantas Ferreira, pela vida que me foi doada, exemplo de caráter e honestidade, por me propiciar um futuro e a realização dos meus sonhos.

E em especial a minha família, Eliana Leite Thompson Dantas Ferreira, esposa, pelo carinho, amor, apoio e companheirismo, e as minhas filhas Agnes Leite Thompson Dantas Ferreira e Aimée Leite Thompson Dantas Ferreira, pela paciência, compreensão, carinho, pela alegria radiante com meus pequenos avanços o que me impulsionava a continuar, não medindo esforços para que eu obtivesse sucesso. Obrigado a todos.

RESUMO

Este trabalho estuda o impacto na obtenção de informações Contábil-Financeiras sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileira. Busca analisar o impacto do custo incorrido na obtenção de informações contábil-financeiras sobre o valor de mercado das empresas. O modelo utilizado foi a de diferenças – em – diferenças, que compara empresa com informação divulgadas em seu *site* com empresas que não possuem *site* para divulgar informação. Foram efetuados testes empíricos em 29 empresas de 153 pesquisadas no período compreendido entre 1995 e 2008. De acordo com os testes estatísticos realizados, os resultados do estudo mostram o relacionamento entre o lançamento do *site* e o valor de mercado das empresas, e que em média os valor de mercado de empresas com *site* aumenta em 19% após o lançamento do *site* em relação as empresas sem site, evidenciando ser vantajoso à empresa lançá-lo propiciando informação e redução de custo para o investidor.

Palavras-chave: Custo de Transação, impacto no Valor de Mercado, Informações Contábil-Financeiras, *Site*.

ABSTRACT

This paper studies the impact of obtaining information about the accounting and Financial Market Value of Brazilian companies. Analyzes the impact of the cost incurred in obtaining information about financial accounting and market value of companies. We use the diff-and-diff model to compare firms with *website* used to supply the company information to firms without website. Empirical tests were performed on 29 of 153 companies surveyed in the period between 1995 and 2008. According to the statistical tests performed, the results of the study show the relationship between the release site and the market value of companies, and that the website launch increases the firms market value in 19% on average compared with firm without website, evidencing be advantageous to the company release it providing information and reduction of cost to the investor.

Keywords: Transaction Cost, impact on the market value, Accounting and Financial information, the Site

LISTA DE SIGLAS

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

IFR – *Internet Financial Reporting*

STT – *Securities Transactions Taxes*

TI – Tecnologia de Informação.

Lista de tabela

Tabela 1: Regressão pooled cross-section com efeito fixo de setor.....	23
Tabela 2: Regressão pooled cross-section com efeito fixo e tempo.....	24
Tabela 3: Regressão em painel com efeito fixo por firma.....	25
Tabela 4: Regressão em painel com duplo efeito fixo.....	26

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. REVISÃO DE LITERATURA	14
3. METODOLOGIA E DADOS	18
3.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	18
3.2 DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA	20
4. RESULTADOS.....	22
5 CONCLUSÃO	28
6 REFERÊNCIAS.....	30

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

O presente estudo busca analisar o impacto do Custo de Transação ao obter informações contábil-financeiras sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras, ou seja, estuda se a captura de informações nos relatórios contábeis ou de investimentos diretamente nos sites das empresas causa impacto no Valor de mercados das empresas de capital Aberto.

A informação é útil à medida em que auxilia na tomada de decisões, serve como verificação de resultado ou como mensuração de algo do interesse do usuário. Ela se apresenta de inúmeras formas, porém as mais comuns são através de jornais, revistas, vídeos, mídia, empresas em geral, etc. Contudo, no mundo contemporâneo de transformações tecnológicas, há informação em outros tipos de suporte, como a divulgação informatizada. As empresas, na busca de adaptação ao ambiente externo de amplo desenvolvimento, investem em Tecnologia de Informação (TI) para divulgar notícias diversas.

Segundo Ferguson, Finn *et al* (2005), as empresas utilizam os investimentos em informação buscando melhorar a eficiência da empresa, para crescer a participação de mercado, investir em novos mercados, ou porque o veem como essencial para a sobrevivência.

Neste estudo apresenta-se como utilização de Investimento em Tecnologia, o investimento em informação via *web*, cuja finalidade é verificar se o Custo de Transação causa impacto no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras.

Cipriani e Guarino (2008), em estudo de laboratório, afirmaram que as razões do Custo de Transação são diversas, como taxa de corretagem, tempo envolvido na manutenção de registros e impostos para garantir a transação. Estes custos surgem de intermediários que, de acordo com Cosimaro (1996), assegura que eles dispõem de um serviço tornando o produto mais líquido, diminuindo a possibilidade de insucesso.

Contudo, Cipriani e Guarino (2008), Habermeier e Krilenko (2003), em suas pesquisas, verificaram o efeito dos Custos de Transação na agregação de informações privadas no mercado financeiro. Constataram que eles exercem efeito negativo na descoberta do preço do ativo. Devido a isso, citam a opinião de oponentes a esses custos (taxas de transação) os quais salientam que a presença deles exerce efeito significativo nos preços dos ativos ao agregar informações dispersas entre os participantes do mercado causando possíveis cascatas informacionais.

Os informes chegam até o usuário de várias maneiras, uma delas é divulgá-los no mercado através do *site* e permitir ao usuário o acesso às mais diversas formas de informações, como: relatórios anuais, *releases*, *etc.* ao menor custo (custo financeiro e custo de oportunidade do tempo para obter a informação). Assim, diferentes empresas procuraram investir em Tecnologia de Informação com a finalidade de disponibilizar as informações aos usuários a fim de facilitar os variados acessos com os negociadores que pesquisam e dependem das divulgações para tomar a decisão de investir.

A busca por custos mais baixos levou os investidores a praticarem transação direta, que de acordo com Admati e Pfleiderer (1990) compradores observam os sinais emitidos pelo mercado e os utiliza para seus investimentos. Entretanto, essa

transação constitui um risco, que pode acabar sendo mais caro, caso os investidores captem sinais de baixa qualidade (informações que não representam a realidade da empresa) como as cascatas citadas por Cipriani e Guarino (2008).

Assim, buscou-se com a pesquisa, verificar se por ter um acesso instantâneo de baixo custo a um número maior de informações, e, portanto, ficar mais bem informado; essa via *internet* não seria mais atraente em relação a outros canais mais comuns no mercado, como jornais, revistas, mídias, etc.

A expectativa é que com o lançamento do *site*, haja impacto no Valor de Mercado, entretanto, existe a possibilidade disso não acontecer ao se considerar o comportamento de um mercado eficiente. É bom lembrar que o Brasil é considerado por diversos autores um mercado semiforte¹ e num mercado deste nível, há grandes possibilidades do resultado ser positivo.

Na investigação proposta, empregou-se para estimar os coeficientes, a Regressão POLS e Painel com Efeito Fixo. No trabalho foram utilizadas informações trimestrais no período de 1995 a 2008 porque a base de dados foi coletada em 2010.

Os resultados demonstram existir evidências relevantes, economicamente significativas, pois o lançamento de *site* reflete positivamente no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. Apoiado nos resultados do trabalho empírico que se fez, esta pesquisa se torna relevante para a reformulação de teorias que tratam de Custo de Transação, pois esta contribui demonstrando que investimentos em divulgação

¹**Mercado Semiforte** – Diz respeito a eficiência do mercado. Para FAMA (1970), um mercado no qual normalmente o preço das ações reflete plenamente as informações disponíveis, é chamado de Mercado Eficiente. Já mercado da forma semi-forte significa a preocupação que o investidor tem **se** os preços das ações se ajustam eficientemente a outras informações de disponibilidade pública.

de informações via *web* dão retornos significativos no Valor de Mercado das Empresas.

O restante desta dissertação será dividido da seguinte forma: na seção 2 apresenta as teorias nas quais o projeto está embasado, como também a revisão de literatura; a seção 3 descreve a base de dados e o método empírico, a seção 4 apresenta os resultados e a seção 5 conclusão.

Capítulo 2

2. REVISÃO DE LITERATURA

Muitos estudos foram feitos com a finalidade de reduzir os Custos de Transação como Lee e Clark (1996), Rajeev (2004) . No início, vendedores e compradores se encontravam para fazer suas transações, como não havia lugar certo, a probabilidade de encontrar um vendedor em potencial era muito dispendiosa, o que dificultava e encarecia a transação.

Um desses estudos foi o de Benston e Smith Jr. (1976). Segundo eles, surgiram várias formas para diminuir o Custo de Transação, contudo, a forma mais básica de intermediação para reduzir o custo é através de um *market-maker* que proporcionava um local onde todos se encontrariam (vendedores e compradores) para realizarem seus negócios. Isso dimensionava uma redução significativa de Custos, o que o tornava relevante porque a sua redução podia ampliar o número de participantes e haver uma demanda que podia influenciar no lucro das empresas e ter como consequência o seu valor de mercado alterado.

Com o passar do tempo o mercado se aperfeiçoou. Esse aprimoramento foi estudado por Im *et. al.* (2001), que constatou mudanças no Valor de Mercado das empresas como resposta aos anúncios de Investimento em Tecnologia de Informação (TI). De acordo com Ferguson, Finn *et. al.* (2005), as empresas investiram em tecnologia de informação porque viam como essencial para a sobrevivência. Hoje, com o sistema eletrônico disponível, o investidor utiliza-o como veículo para coletar informações e obter ganhos na comercialização.

Bharadwaj A. *et. al.* (1999) procuraram demonstrar que a TI contribui para o desempenho futuro das empresas. Usaram como média a Tobin's *q* com base no

mercado financeiro, para demonstrar associação entre investimentos em TI e os valores das empresas. Concluíram que investimentos em TI criam significativos benefícios intangíveis para as empresas. Um desses benefícios é a utilização da *web* para reduzir o custo para obter informações.

Todavia, muitas dessas informações são publicadas visando interesse. Nesse sentido Hyun Song Shin (2003), relata que a informação pública nos mercados financeiros, muitas vezes, é divulgada pela parte que tem interesse na reação de mercado às novas informações e que estas influenciam o preço dos ativos. Essa influência acontece porque os compradores são menos informados sobre a qualidade do produto do que os vendedores, afirma Riley (1979) ao estudar Equilíbrio Informacional.

Uma das causas do Custo Transação são essas informações; e a respeito delas Leland e Pyle (1997) fizeram um estudo sobre assimetria informacional, estrutura financeira e intermediação financeira, e observaram que os mercados são caracterizados pela diferença de informações entre vendedores e negociantes. Verificaram que os financiadores poderiam se beneficiar das características dos tomadores de empréstimos, mas não o fazem por questão moral; preferem passar a informação aos participantes do mercado. Além disso, a verificação da informação pode ser cara ou impossível. Concluem sugerindo que a intermediação financeira é difícil de explicar e pode ser vista como responsável pela assimetria de informação.

A intermediação tem como característica o custo para obtenção de informação e, com certeza, eles são agregados aos preços dos produtos comercializados. (veja CIPRIANI, 2008).

A transferência desses custos ao produto provoca volatilidade de compradores e vendedores, o que pode implicar no Valor de Mercado das empresas. French e Roll (1986) investigaram as causas dessa volatilidade e chegaram à conclusão de que são três: primeiro devido à chegada de informações públicas durante o horário de comercialização, segundo causada pelos investidores mais bem informados que incorporam suas informações privadas aos preços, terceiro causada pelo processo de negociação em si, com preços flutuantes devido aos atritos e Custo de Transação. De acordo com Madhavan *et.al.* (1997), maior volatilidade aumenta o custo de transação porque a variância de transação influencia a mudança de preços para captura de informações fundamentais.

Para entender esse processo de agregar informações privadas, Cipriani e Guarino (2008) estudaram os efeitos dos Custos de Transação na agregação de informações privadas no mercado financeiro por meio de estudo feito em laboratório. Segundo eles, esse custo ocorre por diferentes razões tais como taxa de corretagem, tempo envolvido na manutenção de registros e impostos para garantir a transação. Em sua pesquisa, verificaram o efeito negativo no processo da descoberta de preço, tornando caro o reequilíbrio, mesmo a um custo muito baixo e que essas taxas são utilizadas principalmente em mercados emergentes.

Assim, com a perspectiva de eliminar esses custos e fazer uma transação direta, espera-se que a criação do *site* seja o meio mais barato que os tradicionais e, portanto, que haja influência no Valor de Mercado das Empresas .

Outro fator favorável é que segundo Cipriani e Guarinos (2008), os Custos de Transação têm efeito significativo na capacidade de agregar informações privadas dispersas entre os participantes do mercado financeiro e isto causa a cascata informacional. Contudo, de acordo com Habermeir e Krilenko (2003), proponentes

do *Securities Transaction Taxes (STT)*, tais taxas reduzem a volatilidade do comércio ajudando a prevenir contra crise e reduzindo o excesso de negócios; e segundo Avery e Zenski (1998), em mercados onde o comércio é de menor fricção, não ocorrem cascatas informacionais. Assim sendo, o Valor de Mercado das Empresas pode sofrer impacto em função do desalinhamento de preço dos ativos, o que de acordo com Avery e Zenski (1998) os agentes consideram ideal negociar quando existe diferença entre suas informações e aquelas disponíveis no mercado.

Cipriani e Guarino (2008), destacam que a eficiência global do mercado não é significativamente afetada pela presença do custo de transação. Nos seus estudos verificaram ainda que, eventualmente, os custos de transação anulam as vantagens informacionais que os negociadores têm sobre o mercado, já que elas são repassadas aos investidores. O fato faz com que muitos prefiram não participar do Mercado Financeiro apesar das suas informações privilegiadas.

Segundo Habermeier e Kirilenko (2003), na busca de melhores retornos, os investidores migram os seus recursos para investimentos onde não haja custos; nesse caso, um desses retornos, é capturar informação nos sites, sem intermediários, assumindo o próprio risco. Isso levou a investigar o impacto no valor de mercado das empresas.

A presente pesquisa agrega a literatura atual de três formas: primeiro documenta uma nova base de dados, selecionada à mão, sobre o lançamento do *site* das empresas de capital aberto; segundo o método adotado que consiste na divisão das empresas em dois grupos (grupo de tratamento – representado pelas empresas que possuem *site* e grupo de controle – representado pelas empresas que não o possuem; e terceiro apresenta resultados sobre a relação entre o valor de

mercado das empresas e o Custo de Transação para obter informações Contábil-Financeiras.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA E DADOS

3.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Aproveita-se o formato de painel em dados e usa-se o estimador de diferença-em-diferença. Usou-se a especificação diferença-em-diferença para comparar mudanças no Valor de Mercado das empresas que lançaram *site* com o Valor de mercados das empresas que não o lançaram.

Para executar trabalhou-se com dois grupos. O grupo de empresas com investimentos em *web* com *site* que será chamado de grupo de tratamento e o grupo empresa sem *site* que será chamado grupo de controle. Para identificar a diferença, precisou-se de dados antes e depois do lançamento do *website*, esses dados foram divididos em quatro grupos . O grupo de controle antes do lançamento do *website* e o grupo de controle depois do *website*, o grupo de tratamento antes do lançamento do *website* e o grupo de tratamento depois do *website*.

Para verificar o efeito, utilizou-se a introdução do *dummy* como *proxí* para avaliar o impacto do Custo de Transação ao obter informações contábil-financeiras através de *sites* disponibilizados pelas empresas, cuja finalidade é sinalizar a alteração no valor de mercado das empresas.

Portanto, denominar-se-á *H1* a hipótese a ser testada.

H1 – O impacto do Custo de Transação ao obter informações Contábil-Financeiras sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras.

Para distinguir o grupo de tratamento do grupo de controle, utilizar-se-á uma *dummy* denominada *dummy site* cuja função é identificar a implementação do *website*. A maneira como ela será utilizada para reconhecer a implantação do *site* é

a seguinte: (i) atribui-se 1 (um) a todas as empresas que possuem *site* após sua implementação, e 0 (zero) antes de sua implementação; (ii) atribuiu-se 0 (zero) para todas as empresas que não têm *site*. Este último item refere-se ao grupo de controle.

Na investigação, em primeiro lugar, será utilizado o modelo de Regressão *pooled cross-section* com efeito fixo de setor, que tem por finalidade, capturar a variação do Valor de Mercado das Empresas por setor, ou seja, ele captura características específicas de cada setor invariante no tempo. Significa dizer que se mantém fixo o tempo para verificar as características que variam entre os setores.

Em segundo lugar, será utilizado o modelo de Regressão *Pooled Cross-section* com efeito fixo de setor e de tempo. O efeito fixo de tempo busca verificar características específicas de choque comuns a todas as firmas ao longo do tempo. Verifica se um determinado fenômeno econômico específico de tempo tenha motivado alguma alteração no Valor de Mercado das Empresas.

Em terceiro lugar, a Regressão em Painel com efeito fixo por firma que tem por finalidade capturar a variação do Valor de Mercado das Empresas por firma, ou seja, ele (modelo de regressão) captura características específicas de cada firma invariante no tempo. Significa dizer que se mantém fixo o tempo para verificar as características que variam entre as firmas.

Por último, a Regressão em Painel com Duplo Efeito Fixo a qual adota os mesmos procedimentos da regressão anterior, no entanto, sua finalidade é explicar o efeito fixo.

A pesquisa ficará limitada às empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, as quais praticavam o comércio de forma

convencional e passaram a divulgar informações, publicar relatórios, notícias da empresa, efetuar vendas no varejo através dos anúncios eletrônicos. O que se procura verificar é se haverá impacto no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto ao se obter informações contábil-financeiras.

3.2 DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A amostra inicial é constituída por 153 empresas. Dessas, 124 não possuem endereço eletrônico. O restante foi consultado para a obtenção de informações quanto ao seu lançamento. Somente 29 se dispuseram a responder à pesquisa feita por telefone e via e-mail. Assim, a amostra contém 153 empresas, sendo 124 compondo o grupo de controle e 29 o grupo de tratamento.

O período utilizado na investigação foi de 1995 a 2008, dividido em intervalos trimestrais com a finalidade de detectar em qual trimestre houve alteração no Valor de Mercado das Empresas.

O estudo está focado no impacto provocado pelo fato das empresas anunciarem pela primeira vez seus produtos, relatórios e informações relevantes, etc., por meio de seus *sites*, tendo como finalidade verificar qual foi a reação no valor de mercado das empresas a partir do momento em que os investidores perceberam esses anúncios, e se essa informação rápida e transparente é responsável pela alteração do seu valor de mercado.

A análise a ser testada, apresenta o seguinte modelo de regressão:

$$\ln VM_{it} = \alpha_i + \psi_t + \beta_1 webdm_{it} + \beta_2 \ln Ativo_{it} + \beta_3 liquid_{it} + \beta_4 ppva_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que,

$\ln VM_{it}$ - é a variável dependente que expressa o efeito do site de uma empresa no valor de mercado dela em certo espaço de tempo.

α_i - efeito fixo das empresas invariante no tempo.

ψ_t - efeito fixo no tempo t . Captura choques comuns a todas as firmas.

β - representa o coeficiente.

$webdm_{it}$ - é a variável independente *dummy* que determina a existência ou não do *site* de uma empresa sendo 1(um) se a empresa possui *site* e 0 (zero) se não o possui em certo espaço de tempo.

$\ln Ativa_{it}$ - é a variável independente que determina o logaritmo natural de Ativos da empresa (i) no período (t).

$Liqui_{it}$ - é a variável independente que determina a liquidez das empresas (i) no período (t).

$ppva_{it}$ - é a variável independente que determina o valor das ações das empresas(i) no período (t).

\mathcal{E}_{it} - representa o erro no espaço de tempo t .

i - é o número de empresas.

t - é o intervalo de tempo.

4. RESULTADOS

A verificação foi feita através de análise empírica na qual foram utilizados quatro modelos de regressão. O primeiro modelo utilizado foi Regressão *Pooled Cross-section* com efeito fixo de setor, o segundo modelo foi Regressão *Pooled Cross-section* com efeito fixo por setor e de tempo, o terceiro modelo foi Regressão em painel com efeito fixo por firma e o quarto modelo foi Regressão em painel com duplo efeito fixo.

A tabela 1 apresenta o crescimento em log do Valor de Mercado das Empresas que disponibilizam *site*.

TABELA 1: REGRESSÃO POOLED CROSS-SECTION COM EFEITO FIXO DE SETOR

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados através de regressão *pooled cross-section* com efeito fixo de setor, que verifica o impacto do Custo de Transação para obter informações contábil-financeiras, sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto de 153 empresas listadas na Bovespa nos períodos imediatamente anteriores e posteriores ao lançamento do *site*. Como variável dependente tem-se o Valor de Mercado. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para as empresas 0 antes e 1 no trimestre em que disponibiliza o *site* e nos períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: ativo (Inativo) Price to Book (PPVA), capacidade de pagamento das empresas (LIQUIDEZ).

Variável Dependente: Valor de Mercado (EM LOG)

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
<i>Dummy site</i>	1.060	0.0720	0.000
Inat	0.4732	0.0452	0.000
PPVA	0.0643	0.0017	0.045
LIQUIDEZ	0.0000	0.0838	0.070
Dummy de Setor	Sim		
Dummy de Tempo	Não		
Observações: 2288	R ² : 0.6646	Prob> F: 0.0000	

Os resultados econômicos foram significativos; a análise estatística confirma esses resultados relevantes. A *dummy site* mostra uma forte relação no nível de significância de 1%. Isso significa dizer que uma empresa ao lançar o *site*, seu Valor de Mercado cresce 106%.

Por considerar os resultados relativamente altos no que diz respeito a *Dummy site*, resolveu-se fazer análise mais profunda capturando o efeito fixo por setor e por tempo ao mesmo tempo, ou seja, utilizou-se para isso, o segundo modelo de regressão.

TABELA 2: REGRESSÃO POOLED CROSS-SECTION COM EFEITO FIXO DE SETOR E TEMPO

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados através de regressão *pooled cross-section* com efeito fixo de tempo, que verifica o impacto do Custo de Transação para obter informações contábil-financeiras, sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto de 153 empresas listadas na Bovespa nos períodos imediatamente anteriores e posteriores ao lançamento do *site*. Como variável dependente tem-se o Valor de Mercado. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para as empresas 0 antes e 1 no trimestre em que disponibiliza o *site* e nos períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: ativo (Inativo) Price to Book (PPVA), capacidade de pagamento das empresas (LIQUIDEZ).

Variável Dependente: In VM

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
<i>Dummy site</i>	0.4625	0.0643	0.000
Inat	0.3846	0.0349	0.000
PPVA	0.0047	0.0014	0.001
LIQUIDEZ	0.1128	0.0666	0.091
Dummy de Setor	Sim		
Dummy de Tempo	Sim		
Observações: 2266	R ² : 0.5765	Prob> F: 0.0000	

Os resultados ratificaram o que já se havia verificado na regressão anterior com algumas variações. Por exemplo, a *Dummy site*, continua demonstrando ser de grande significância a 1%, apesar de apresentar uma menor elevação no Valor de Mercado das Empresas, alcançando o índice de 46%.

A causa dessa diferença existente entre a tabela 1 e a tabela 2, é justificada pelo motivo da Regressão Pooled cross-section com efeito fixo de setor, não capturar os efeitos de choques econômicos sobre todas as firmas de um determinado setor enquanto que a Regressão Pooled cross-section com efeito fixo e tempo captura os efeitos de choques econômicos sobre as firmas em determinado período de tempo. A captura do choque econômico no tempo faz com que o efeito

fixo de tempo reduza o impacto no valor de mercado das empresas em 60%, justificando os 46% alcançado.

Continuando com as verificações, procurou-se fazer análise utilizando Regressão em painel com efeito fixo por firma. A tabela 3 apresenta os resultados econômicos, os quais são significantes. A *dummy site* apresentou intenso relacionamento com o Valor de Mercado das Empresas. O resultado apresentado nesta tabela ratifica o aumento no Valor de Mercado das Empresas (apresentado nas tabelas anteriores) à medida que a empresa esta lança o *site*.

Pode-se observar que esse crescimento é consideravelmente maior que o apresentado anteriormente que foi de 46%. Justifica-se tal crescimento econômico devido ao efeito fixo no tempo. (Veja tabela 3)

TABELA 3: REGRESSÃO EM PAINEL COM EFEITO FIXO POR FIRMA

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados através de regressão em painel com efeito fixo por firma, que verifica o impacto do Custo de Transação para obter informações contábil-financeiras, sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto de 153 empresas listadas na Bovespa nos períodos imediatamente anteriores e posteriores ao lançamento do *site*. Como variável dependente tem-se o Valor de Mercado. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para as empresas 0 antes e 1 no trimestre em que disponibiliza o site e nos períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: ativo (Inativo) Price to Book (PPVA), capacidade de pagamento das empresas (LIQUIDEZ).

Variável Dependente: In VM

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
<i>Dummy site</i>	0.5211	0.0636	0.000
Inat	1.1362	0.0270	0.000
PPVA	0.0050	0.0031	0.101
LIQUIDEZ	0.0116	0.0058	0.046
Efeito fixo por Firma	Sim		
Efeito fixo de Tempo	Sim		
Observações: 2288	R ² : 0.6785	Prob> F: 0.0000	

Ao analisá-los pode-se observar que os coeficientes das variáveis foram positivos e significativos a 1%. O Valor de mercado das empresas aumenta 52% em média quando é lançado o site.

A busca por custos mais baixo fica demonstrado nos dados estatístico, percebe-se que a *dummy site, Inativo* possuem uma relação com o Valor de Mercado altamente significativa rejeitando a hipótese nula mesmo a 1%. Isto sugere que o Valor de Mercado das Empresas é influenciado economicamente pelo lançamento do *site*.

Em decorrência de resultados apontados tão significantes e economicamente fortes, resolveu-se fazer uma Regressão com duplo efeito fixo cuja finalidade é comprovar se as implicações apresentadas na tabela 3 eram verdadeiras.

Utilizou-se essa regressão porque controla as características específicas de cada firma invariante no tempo, e, porque controla ao mesmo tempo, características variantes no tempo que são comuns a todas as firmas.

O resultado na tabela 4 indica uma forte influência da *dummy site* no Valor de Mercado das Empresas o que significa dizer que as evidências de um menor custo de acesso causa impacto nesse valor, levando-se em conta que este acesso só é possível pela existência do *site* da empresa que, por sua vez, deve ter sido criado visando o seu crescimento.

TABELA 4: REGRESSÃO EM PAINEL COM DUPLO EFEITO FIXO

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados através de regressão em painel com duplo efeito fixo, que verifica o impacto do Custo de Transação para obter informações contábil-financeiras, sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto de 153 empresas listadas na Bovespa nos períodos imediatamente anteriores e posteriores ao lançamento do *site*. Como variável dependente tem-se o Valor de Mercado. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para as empresas 0 antes e 1 no trimestre em que disponibiliza o site e nos períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: ativo (Inativo) Price to Book (PPVA), capacidade de pagamento das empresas (LIQUIDEZ).

Variável Dependente: $\ln VM$

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
<i>Dummy site</i>	0.1918	0.0683	0.005
Inat	1.1420	0.0259	0.000
PPVA	0.0059	0.0030	0.054
LIQUIDEZ	0.0139	0.0061	0.023
Observações: 2288	R^2 : 0.7176	Prob> F: 0.0000	

Os coeficientes, apesar de apresentarem semi-elasticidade menor, proporcionaram efeitos consistentes, positivos e significativos confirmando uma forte colinearidade entre as variáveis explicativas e o Valor de Mercado das Empresas.

Analisando-se a tabela 4, pode-se verificar que a *dummy site* alcançou um Valor de Mercado na ordem de 19%, bem menor do que o apresentado nas tabelas anteriores, mesmo assim continua expressivo, estatisticamente considera-se de grande significância já que permite rejeitar a hipótese nula a nível de 5%. Isto sugere que o Valor de Mercado das Empresas é influenciado economicamente pelo lançamento do *site*.

A empresa ao postar seu *site* na *Internet*, teoricamente, espera que pelo fato de ser um acesso de menor custo, o número de pessoas que o visita venha ser muito superior, se comparado com outras vias. Como consequência, as análises demonstram que há um crescimento no Valor de Mercado das Empresas de Capital Aberto devido a procura da demanda em capturar informações contábeis-financeiras a um custo mais baixo.

Segundo Ashbaugh *et. al.* (1999), empresas que estão engajadas na *Internet Financial Reporting (IFR)*, isto é, divulgam seus relatórios na *Internet*, proporcionam ao usuário da informação um menor custo e dão acesso instantâneo a informações temporárias além de outros benefícios como link de comunicação direta para os analistas.

Tal fato é justificado por Cipriani e Guarino (2008), ao pesquisar o efeito do Custo de Transação na agregação de informações privadas no mercado financeiro.

Em seus estudos, confirmam que o processo de agregação informacional provoca desalinhamento entre preço e valor fundamental de um ativo causado pela presença da quantidade pequenos custos. Por esse motivo torna o reequilíbrio caro o que é incorporado aos preços dos ativos.

Ao ponderar esses fatos, investidores podem preferir optar por transações diretas na ânsia de fugir do Custo de Transação, levando-os a utilizarem a *website* em suas negociações.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo investigar o Impacto do Custo de Transação para obter informações contábil-Financeiras sobre o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto.

Os resultados encontrados demonstram que estatisticamente há influência dos sites com as informações disponibilizadas aos usuários, no Valor de Mercado das Empresas. Tais resultados está de acordo com Cipriano e Guarino (2008), que em sua pesquisa confirmaram que os resultados evidenciam o efeito negativo dos custos de transação no processo de descoberta de preço.

A eliminação desse custo por vias tradicionais (jornais, revistas e outros) e a criação do *site* reflete positivamente aumentando o Valor de Mercado das Empresas.

Os achados do estudo mostram o relacionamento entre o lançamento do *site* e o valor de mercado das empresas evidenciando que é vantajoso para as empresas que não possuem *site*, fazer o seu lançamento. Com isto reduz o custo dos usuários, o que leva a um maior número de acesso à empresa, que como consequência aumenta o seu valor de mercado.

Como sugestão para futuras pesquisas, propõe-se investigar por que muitas empresas não possuem sites quais os fatores que não influenciaram o Valor de Mercado das Empresas de Capital Aberto.

6 REFERÊNCIAS

ASHBAUGH, Hollis; JOHNSTONE, Karla M.; WARFIELD, Terry D. Corporate Reporting Internet. **Accounting Horizons**. Vol. 13, No 3. 1999. pp. 241-257.

ADMATI, ANAT R; PFLEIDERER, PAUL. Direct and indirect sale of information. **Econometrica**, Vol. 58, No. 4 (Jul., 1990), pp. 901-928

AVERY, C., ZEMSKY, P., 1998. Multidimensional uncertainty and herd behavior in financial markets. **American Economic Review**. 88, 724–748.

BHARADWAJ, A. S., BHARADWAJ, S. G. e KONSYNSKI, B. R. Information Technology Effects on Firm Performance as Measured by Tobin's q. **Management Science**, Vol. 45, No. 7, Jul., 1999. pp. 1008-1024 Published by: INFORMS

BENSTON, George J.; SMITH Jr., Clifford W. A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation. **The Journal of Finance**, Vol. 31, No. 2, May. 1976. pp. 215-231.

CIPRIANI, Marco; GUARINO, Antonio. Transaction costs and informational cascades in financial markets. **Journal of Economic Behavior & Organization**. Vol. 68, Issues 3-4, Dec 2008. pp. 581-592.

COSIMARO, F. Thomas. Intermediation. **Economica**. V. 63 nº 249, 1996. pp. 131-143.

FAMA, F. Eugene. Efficient Capital markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**. V. 25, 1970. Pp. 383-417.

FERGUSON, C.; FINN, F.; HALL, J. Electronic commerce investments, the resource-based view of the firm, and firm market value. **International Journal of Accounting Information Systems**. V. 6, 2005. pp 5-29

FRENCH, kenneth; ROLL, Richard. Stock Return Variances: The arrival of Information and the Reaction of Traders. **Journal of Financial Economics**. V. 17, 1986. pp. 5-26.

HABERMEIER, Karl; KRILENKO, Andrei. Securities transaction taxes and financial markets. **IMF Staff Papers**. V. 50, 2003. p.165

IM, Kun Shin; DOW, Kevin E; GROVER, Varun. Research Report: A Reexamination of IT Investment and the Market Value of the Firm—An Event Study Methodology **Information Systems Research** Vol. 12, No. 1, March 2001.

LEE, Ho Geun; CLARK, Theodore H. Impact of the Electronic Marketplace on Transaction Cost and Market Structure. **International Journal of Electronic Commerce**. V. 01 No. 1 (Fall, 1996), pp. 127 - 149.

LENLAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. **The Journal of Finance**. V. 32 (May, 1997) pp. 371-387.

MADHAVAN, Ananth; RICHARDSON, Mathew; ROOMANS, Mark. Why Do Securities Prices Change? A transaction-Level Analysis of NYSE Stocks. **Review of Financial Studies**. V. 10, 1997. Pp. 1035-64.

RAJEEV, K. Tyagi. Technological advances, Transactions Costs and Consumer Welfare, **Marketing Science**. V. 23, No. 3, (summer 2004), pp. 335 - 344

RILEY, John G. Informational Equilibrium. **Econometrica**, Vol. 47, No. 2 (Mar., 1979), pp. 331-359.

SHIN, Hyung Song. Disclosures and Asset Returns. **Econometrica**, Vol. 71, No. 1 (Jan., 2003), pp. 105-133.