Transparência, desempenho e risco: uma análise do comércio eletrônico

DOI: 10.4025/enfoque.v37i3.34108

Leandro de Carvalho Alves

Mestre em Administração de Empresas - Faculdade de
Gestão e Negócios - UFU
Professor na UNIPAC e Coordenador do Curso de
Administração da UNIESSA.
E-mail: lca@leandroalves.adm.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-6837-754X>

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Doutora em Administração pela FEA-USP
Professora do Programa de Pós-Graduação em
Administração e do Mestrado Profissional
Da Faculdade de Gestão e Negócios - UFU
E-mail: kribeiro@ufu.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-2535-0421>

Flavio Barboza

Doutor em Finanças pela Universidade Presbiteriana Mackenzie
Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios - UFU
E-mail: flmbarboza@ufu.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-3449-5297>

Recebido em: 01.11.2016

Aceito em: 24.07.2017

2ª versão aceita em: 17.10.2017

RESUMO

Dentre os mecanismos de Governança Corporativa propostos pela Teoria da Agência, aquele que potencialmente proporciona maior redução da assimetria informacional é a transparência. Assim, utilizando-se de regressões com dados em painéis e de testes paramétrico e não paramétrico de diferenças de médias, os resultados significantes dessa pesquisa indicam que as empresas de comércio eletrônico negociadas na NASDAQ são mais transparentes e apresentam maior desempenho e menor risco que empresa similar listada na BM&FBOVESPA. Esses resultados também apontam que as empresas mais transparentes apresentam, na média, maiores desempenhos e maiores riscos. Nos períodos de crise, observa-se o aumento tanto no desempenho quanto no risco. Entretanto, a interação entre crise e transparência indica que as empresas mais transparentes são menos arriscadas e, também, reportam menores desempenhos, visto que gerenciam menos os seus resultados.

Palavras-chave: Governança; Transparência; Desempenho; Risco; Comércio Eletrônico.

Transparency, performance and risk: analysis of the E-Commerce

ABSTRACT

Among the mechanisms of corporate governance proposed by the Agency Theory, one that potentially provides greater reduction of asymmetric information is transparency. Thus, using regressions with data in panels and parametric tests and nonparametric mean differences, the significant results of this research indicate that e-commerce companies traded on NASDAQ are more transparent and have higher performance and lower risk than the similar company listed on the BM&FBOVESPA. These results also indicate that the most transparent companies have higher performance and greater risks. In periods of crisis, the increase is observed both in performance and risk. However, the interaction between crisis and transparency indicates that the most transparent companies are less risky and also report lower performance, since they manage their results less than others.

Keywords: Governance; Transparency; Performance; Risk; e-commerce.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Dean et al. (2012), o comércio eletrônico contribuiu em 2010 com 4,1% do Produto Interno Bruto (PIB) dos países que compõem o grupo dos 20 maiores economias do mundo (G-20), chegando ao valor de US\$ 2,25 trilhões. Para 2016, estima-se uma representatividade ainda maior, chegando a US\$ 4,23 trilhões, ou 5,3% do PIB desses países.

No contexto empresarial brasileiro, e por ser relativamente recente o segmento de comércio eletrônico, o tamanho desse mercado é impressionante. Segundo relatório do E-bit (2016), no ano de 2015 houve crescimento de 15,3% no faturamento desse setor em relação ao ano anterior e chegou a movimentar mais de R\$ 41 bi nesse período. Mesmo diante desse crescimento, o país caiu 13 posições no ranking de maiores mercados de comércio eletrônico feito pela Atkearney (2016), o que demonstra a atitude arrojada do e-commerce a nível global.

Com essa conjectura, as empresas do ramo necessitam aprimorar sua gestão e tentar ser cada vez mais competitiva. Assim, espera-se que exista uma maior busca por transparência no comando dessas firmas, visando a reduzir os riscos e garantir melhores desempenhos. Por outro lado, por ser um segmento de negócio de grande dinamismo e ter a tecnologia de informação como seu principal ativo, existe também a possibilidade do segmento de comércio eletrônico reter informações importantes visando a preservação de suas estratégias.

Dentre os mecanismos de Governança Corporativa (GC), Wong (2009) acredita que a transparência é o mais valorizado pelas organizações. Bushman e Smith (2003) acrescentam que as estruturas de governança corporativa, sob o enfoque da transparência, têm como propósito: 1 – garantir aos acionistas minoritários o recebimento de informações confiáveis sobre o valor da empresa; 2 – garantir que os gestores e os grandes acionistas não irão ludibriar os acionistas minoritários quanto ao valor de seus investimentos; e 3 – garantir que os gestores e os acionistas majoritários não farão

mau uso do poder conferido a eles em benefício próprio.

Sendo o gerenciamento de resultados uma das proxies da falta de transparência, Graham, Harvey e Rajgopal (2005) identificaram que a prática do gerenciamento de resultados, via suavização dos lucros, é tão forte que 78% dos entrevistados desistiriam de valor econômico em troca de lucros suavizados.

Lameira et al. (2010) fortalecem a teoria existente ao encontrar uma relação positiva e significativa entre as empresas com práticas mais transparentes e seus respectivos desempenhos.

Ao contrário da relação entre Transparência e Desempenho, espera-se uma relação negativa entre a Transparência e o Risco. Lameira et al. (2010) foi um dos trabalhos que chegou a esses resultados ao associar uma melhor transparência com menor risco idiossincrático e custo implícito de capital, evidenciando, assim, que empresas mais transparentes possuem menores riscos na percepção do mercado. Assim, considerando três aspectos importantes, que são (1) a importância da Transparência como um dos mecanismos de Governança Corporativa; (2) o estreito relacionamento entre a transparência e a elevação do desempenho e/ou redução do risco das empresas; e, (3) a velocidade do desenvolvimento e a importância do comércio eletrônico, este trabalho tem como finalidade responder o seguinte problema: Qual é a relação existente entre transparência, desempenho e risco nas empresas de comércio eletrônico listadas NASDAQ e/ou na BM&F Bovespa entre os anos de 2003 a 2013?

De forma mais específica, pretende-se discutir alguns itens, tais como: I – Verificar a relação entre transparência e desempenho nas empresas listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa; II – Verificar a relação entre transparência e risco nas empresas listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa; e III – Comparar se a transparência, o desempenho e o risco médio das empresas norte-americanas são estatisticamente iguais a empresa brasileira do mesmo setor.

Para que se cumpra os objetivos propostos, esse artigo foi dividido em cinco seções. Nesta primeiraseção, de introdução, apresenta-se o tema, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos e a justificativa do trabalho. Na seção dois, tem-se a fundamentação teórica que aborda os temas de governança corporativa, transparência, desempenho, risco e comércio eletrônico. A terceiraseção é composta pela metodologia aplicada a este trabalho. Já na quarta e quintaseções, são apresentados e discutidos, respectivamente, os resultados obtidos e as considerações finais do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Existem muitos trabalhos para discutir sobre transparência, desempenho e risco. Para tanto, expomos alguns pontos úteis para ampliar a discussão sobre o tema, tendo em foco o ambiente corporativo e, quando possível, o comércio eletrônico. Assim, as subseções a seguir apresentam um panorama da literatura científica sobre tais assuntos.

2.1 ASPECTOS DE GOVERNANÇA

Wong (2009) entende que a transparência é um dos mecanismos de Governança Corporativa mais disseminados nas empresas. Para ele a transparência: 1 – provém informações de desempenho e risco para facilitar as decisões de investimentos nas firmas; 2 – garante uma padronização que permita a comparação entre empresas; 3 – reduz o conflito de agência entre insiders e outsiders através da equalização das informações; 4 – encoraja comportamentos desejáveis sem que se tenha uma regulação formal; e 5 – gerencia conflitos de interesses entre proprietários, gestores, intermediários e demais stakeholders.

Dentre várias proxies para transparência – disclosure (Bova, Dou e Hope, 2015), transparência (Öge, 2016; e, Bouvard, Chaigneau e Motta, 2015), qualidade e acurácia das informações divulgadas (Fernandes e Ferreira, 2008) – o gerenciamento de

resultados/lucros (earnings management) é uma das mais destacadas.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) identificaram a força do gerenciamento de resultados nas decisões dos executivos. Em uma pesquisa com 401 executivos de finanças, 78% desistiriam de valor econômico em troca de lucros suavizados. Ademais, 55% desses executivos afirmaram que evitariam iniciar projetos com Valor Presente Líquido muito positivo se isso significasse o não cumprimento das metas trimestrais de lucro.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) concluem que, quanto maior o nível de transparência e o enforcement legal de um mercado, os minoritários estarão mais protegidos e, por isso, existe menos manipulação de resultados por parte dos gestores e dos majoritários. Para esse estudo, os autores desenvolveram quatro variáveis de gerenciamento de resultados: 1 – a suavização dos lucros operacionais (earnings smoothing); 2 – a correlação entre accruals (contas não caixa) e o fluxo de caixa das operações; 3 – a magnitude dos accruals; e 4 – a pontuação agregada do gerenciamento de resultados obtida pela média aritmética da posição de cada empresa em um ranking decrescente de gerenciamento de resultados para cada uma das demais variáveis.

Na relação Transparência - Desempenho espera-se que, quanto mais transparentes forem as informações prestadas por uma empresa, melhor será o seu desempenho. Inferindo que “melhor governança se associa a maiores margens”, Lameira et al. (2010, p.59) comprovam estatisticamente essa relação ao correlacionar a governança corporativa com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e a Margem EBIT-to-Sales (ETS).

Já para o risco espera-se que quanto maior for a qualidade da governança corporativa, ou seja, quanto mais transparentes forem as informações de uma empresa, menor será o risco assumido ao se investir nessa empresa. Correia, Amaral e Louvet (2011) explicitam essa relação através de regressões entre um índice de governança e a

taxa de retorno ajustada ao risco. Utilizando-se de um índice de Governança Corporativa, no qual a transparência tem uma contribuição de 40%, os autores encontraram uma relação negativa e significativa entre a governança e a taxa de retorno ajustada ao risco das ações, o que indica que a confiança do mercado associa-se fortemente à qualidade da governança expressa pelo índice.

Lameira et al. (2010) também relacionam a governança corporativa com o risco encontrando uma relação negativa e significativa. Concluindo, dessa forma, que uma melhor transparência está associada com menor risco idiossincrático e custo implícito de capital.

Alves, Gonçalves e Peixoto (2014), estudando 272 empresas não financeiras listadas na BMF&FBovespa, entre os anos de 2002 e 2013, encontraram relação significativa e positiva entre transparência e beta, corroborando com Salmasi (2009), e uma associação significativa e negativa entre transparência e WACC, seguindo os achados de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira et al. (2010).

Assim, observando a literatura existente (Gompers, Ishii e Metrick, 2003; e Lameira et al., 2010), espera-se uma relação positiva entre transparência e desempenho da empresa. Por outro lado, tomando-se por base os trabalhos de Skaife, Collins e Lafond (2004) e Lameira et al. (2010), espera-se uma relação negativa entre transparência e risco.

2.2 COMÉRCIO ELETRÔNICO

Enquanto negócio, a Internet (comércio eletrônico) tem uma história relativamente recente e com um modelo de negócio baseado/valorado fortemente em estratégias a ativos intangíveis. Dessa forma, visando à maior adesão dos investidores a esse segmento, à melhoria do seu desempenho e à redução de seu risco, espera-se que exista uma maior busca por transparência nas empresas desse segmento.

Ainda que não se tenha consenso na literatura sobre a definição de comércio eletrônico, Šarapovas e Cviliikas (2015), afirmam que o e-commerce pode

ser definido como aquele em que as transações ocorrem por meio de uma rede de computadores, com o intuito de tornar a transação mais simples e permitir que os processos sejam mais rápidos dentro da organização..

Conforme estudo de Dean et al. (2012), nos Estados Unidos da América, país com o comércio eletrônico de maior volume monetário em 2010, as vendas pela Internet são mais representativas que os setores de Construção, Educação e Agricultura e representaram 4,7% do PIB norte-americano. Já no Brasil, o comércio eletrônico representou 2,2% do PIB em 2010, aproximando-se de indústrias como Mineração e Eletricidade, Gás e Água. Ainda de acordo com Dean et al. (2012), para 2016, espera-se que o comércio eletrônico represente 7,1% e 4,3% do PIB dos Estados Unidos e do Brasil, respectivamente.

Assim, considerando a importância social e econômica do segmento de comércio eletrônico para o contexto brasileiro e mundial, justifica-se a busca pelo entendimento das relações entre Transparência, Desempenho e Risco nesse segmento específico.

3 METODOLOGIA

3.1 DADOS

O universo desta pesquisa foi composto por todas as empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e/ou na BM&FBovespa, que foram negociadas no período de 2003 a 2013 e cujas informações financeiras constam no banco de dados da Económica®, o que totaliza 15 empresas. Por não encontrar na literatura uma metodologia para classificar uma organização como uma empresa de comércio eletrônico, para este trabalho entende-se como empresa de comércio eletrônico aquela em que mais da metade de suas receitas são originadas através de vendas pela Internet.

O principal motivo para a escolha desse espaço de tempo foi a limitação das observações da amostra quando se analisam períodos maiores. Ressalta-se que, apesar de o estudo se restringir ao período

entre 2003 a 2013, foi necessária, para o cálculo de algumas das variáveis, a coleta de dados em um período mais abrangente: de 2001 a 2013, para as variáveis de gerenciamento de resultado; de 2004 a 2014, para o custo médio ponderado de capital (WACC) em t+1; e de 1999 a 2013, para o Beta (medindo o risco).

A escolha de uma firma brasileira tem como objetivo, além do fortalecimento da literatura nacional, o entendimento do segmento de comércio eletrônico no âmbito local, visto que, de acordo com E-bit (2014), esse segmento cresce a taxas superiores a 20% a.a. Já as empresas norte-americanas serviram como benchmarking, visto que, segundo Dean et al. (2012), é nos Estados Unidos que se encontra o segmento de comércio eletrônico mais desenvolvido (em volume financeiro).

Dessa forma, considerando as restrições impostas na seleção das empresas, conforme demonstrado no Quadro 1, a base de dados deste estudo é composta por um total de 118 empresas ano.

Evitando o viés de sobrevivência, formou-se um painel não balanceado que serviu de base para as estimativas econométricas deste estudo. É válido ressaltar que, no caso brasileiro, existe apenas uma empresa listada na BM&FBovespa que contempla os requisitos necessários de percentual de receita originada através de vendas pela Internet para compor a amostra: a B2W. Apesar de uma única empresa, na média do período analisado, ela representou 30% de todo o faturamento do comércio eletrônico brasileiro, conforme Tabela 1.

A definição das variáveis da pesquisa foi baseada na literatura nacional e internacional sobre Governança Corporativa, Transparência, Desempenho e Risco. Para as variáveis independentes de transparência, devido às características operacionais de cálculo (que implicam em uma quantidade mínima de observações), esse estudo não utilizou a medida de prevenção de pequenas perdas (small loss avoidance) proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Quadro 1 – Universo de estudo, contador em quantidade de empresas em dados anuais.

Ano	Quantidade de Empresas-Ano		
	EUA	Brasil	Total
2003	10	0	10
2004	8	0	8
2005	10	0	10
2006	10	0	10
2007	10	1	11
2008	9	1	10
2009	9	1	10
2010	9	1	10
2011	12	1	13
2012	12	1	13
2013	12	1	13
Total de Empresas-ano	111	7	118
Total de empresas	14	1	15

Fonte: os autores.

Tabela 1 – Participação da B2W no comércio eletrônico brasileiro – R\$ Bilhões

Ano	B2W	eCommerce	% Total
2007	3.39	6.4	53%
2008	4.48	8.2	55%
2009	4.22	10.6	40%
2010	4.53	14.8	31%
2011	4.23	18.7	23%
2012	4.81	22.5	21%
2013	6.98	28.8	24%
Total no Período	32.63	110	30%

Fonte: E-bit (2014) e Economática

Além da forma de cálculo proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), em que as variáveis T1 e T2 são constantes (também denominada aqui por tradicional) para cada uma das empresas, neste trabalho, calculou-se também essas variáveis com o desvio padrão dos últimos 5 anos. Dessa forma, as novas variáveis (T1v e T2v) deixam de ser constante ao longo do tempo.

Com isso, o Quadro 2 a seguir apresenta as variáveis utilizadas neste estudo.

Quadro 2 – Definição das Variáveis

Tipo	Nome	Variável	Definição	Autores
Dependentes (Desempenho)	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	ROE	Representa a rentabilidade (lucro líquido) sobre o patrimônio líquido da empresa.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira et al. (2010) e Correia (2011)
	Retorno sobre o Ativo	ROA	Representa a rentab. (lucro líquido) sobre o ativo total.	Lameira et al. (2010) e Correia (2011)
	EBIT/Sales	EBITS	Representa a rentabilidade operacional da empresa sobre a receita líquida de vendas.	Lameira et al. (2010)
Dependentes (Risco)	Beta	B	Representa o risco sistemático da ação nos sessenta meses anteriores ao período de análise.	Lameira et al. (2010)
	Custo Médio Ponderado de Capital	WACC e WACC t+1	Proxy do custo de capital da empresa e representa o risco da estrutura de capital da mesma. Foi calculado no fechamento do período (WACC) e ao final do primeiro trimestre subsequente ao fechamento do período (WACC t+1)	Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2010)
Independentes (Transparência)	Transparência - Suavização dos Lucros	T1 e T1v	Mede a suavização dos lucros operacionais através da alteração dos <i>accruals</i> (contas não caixa).	Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2013)
	Transparência - Correlação entre <i>Accruals</i> e Fluxo de Caixa das Operações	T2 e T2v	Mede a suavização e correlação entre a variação dos <i>accruals</i> e a variação nos fluxos de caixa das operações.	Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2013)
	Transparência - Magnitude dos <i>Accruals</i>	T3	Mede a qualidade dos lucros reportados através da magnitude dos <i>accruals</i> .	Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2013)
	Transparência Agregada	TA e TAv	Posição média da empresa para cada um dos anos para cada uma das outras três variáveis de transparência	Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2013)
Controle (Desempenho)	Crescimento das Vendas	VVND	Mensura a variação percentual da receita bruta das empresa	Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Klapper e Love (2002)
	Ativo	ATV	Proxy para o tamanho da empresa calculado como o logaritmo natural do ativo total da organização	Klapper e Love (2002) e Lopes e Walker (2013)
	Alavancagem Financeira	AF	Representa o efeito do endividamento sobre a rentabilidade	Lameira et al. (2010), Salmasi (2009)
Controle (Risco)	Volatilidade	VOL	Mede a volatilidade (desvio padrão dos retornos nos 60 meses pré período de análise).	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira et al. (2010)
	Beta	B	Representa o risco sistemático da ação nos sessenta meses anteriores ao período de análise.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira et al. (2010)
	Liquidez em Bolsa	LB	Representa o volume relativo de negociações com a ação.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira et al. (2010)
Controle (Desempenho e Risco)	Book-to-market	BTM	Representa a sub ou sobre valorização do ativo e foi calculado como o logaritmo natural da razão entre valor patrimonial por ação e o seu preço.	Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Correia (2011)
	Crise	C	Variável binária (0-1) que indica se o período analisado é um período de crise (1) ou não-crise (0)	Mitton (2002) e Srour (2005)
	Interação Crise x Transparência	C x T1, T1v, T2, T2v, T3, TA ou TAv	Variável de interação resultante da multiplicação entre a variável crise e cada uma das variáveis de transparência	----

3.3 DEFINIÇÃO DOS MODELOS ECONOMÉTRICOS

Para Hassan, Marimuthu e Johl (2015), os dados em painel possibilitam a obtenção de uma maior quantidade e variabilidade de informação, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação. Para evitar ou amenizar problemas na regressão, tais como, diferenças de escala, excesso de assimetria e excesso de curtose, é recomendável que se realize algumas transformações nas variáveis. Assim, antes dos testes de diagnósticos de modelos, as variáveis foram winsorizadas a 5% e devidamente transformadas por meio do software Stata 13®.

Em seguida aplicou-se os testes do Multiplicador de Lagrange (ML), o Teste de Hausman e o teste F de Chow, optando por um nível de significância de 5%, e modelagem com efeitos fixos.

A verificação de possíveis problemas foi realizada com a aplicação dos testes propostos por Baum (2001). De acordo com os resultados apresentados, todas as estimativas foram obtidas com erros padrão robustos aos distúrbios de heterocedasticidade e autocorrelação.

A multicolinearidade entre as variáveis foi testada por meio do coeficiente de correlação de Pearson e o fator de inflação de variância (VIF). Exceto para a relação entre crise e a sua interação com transparência, em que já é esperado um alto grau de multicolinearidade, não foi encontrado indício algum de problemas desse tipo. As correlações significantes foram superiores a 0,8 ou VIF superior a 10. Por fim a endogeneidade dos modelos também foi verificada através do teste de Durbin-Wu-Hausman, o qual apontou que os modelos podem ser tratados como exógenos.

Dessa forma, o seguinte modelo econométrico foi utilizado para análise das 42 regressões com dados em painel:

$$VD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot VI_{i,t} + \beta_2 \cdot VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots \quad (1)$$

onde: VD é a variável dependente em 4 casos: ROA,

EBIT, Beta, WACC ou WACCt1; β_0 é o Intercepto; β_1 representa os coeficientes das variáveis independentes; $Vli_{i,t}$ fornece o vetor das variáveis independentes: T1, T1v, T2, T2v, T3, TA ou TAv; $VCi_{i,t}$ é o vetor das variáveis de controle: Book-to-market (BTM), Variação da Venda (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF), Volatilidade (VOL), Beta (B), Liquidez em Bolsa (B), Dummy de Crise (C); Interação entre Crise e as Variáveis de Transparência (C x T1, C x T1v, C x T2, C x T2v, C x T3, C x TA ou C x TAv) e ε é o termo de erro. A modelagem utiliza erros-padrão robustos clusterizados, tendo assim maior controle sobre variáveis omitidas (Fuerst e Matysiak, 2013).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O Quadro 3 apresenta as estatísticas básicas – quantidade de observações, média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo – de cada variável, no geral, e por país.

Das variáveis que mensuram a transparência, a T1v é a que possui maior dispersão (coeficiente de variação de -1,119). Essa maior dispersão é refletida nas subamostras por país. No caso da empresa brasileira, tem-se um desvio de 0,897, enquanto nos Estados Unidos é de 0,749.

Por outro lado, a variável de transparência TA é a que apresenta a menor dispersão (coeficiente de variação de 0,182), com um desvio padrão geral de 0,052. Na subamostragem por país, o desvio padrão e a média da empresa brasileira são, respectivamente, 0,005 e -0,047. No caso norte-americano, esses valores correspondem a 0,054 e -0,059.

Na Tabela 2, apresentam-se as médias das sete variáveis de transparência para cada país. Testando a normalidade como proposto por Shapiro e Francia (1972) é possível afirmar que as variáveis T2v, TA e TAv obedecem a uma distribuição normal. Ainda que se tenha reportado tanto o teste paramétrico quanto o não paramétrico, a comparação das diferenças das médias quando as variáveis não obedecem a uma distribuição

normal é realizada neste trabalho também com um teste não paramétrico.

Já para a variável T3, que mede a magnitude dos accruals, os resultados não deram indícios suficientes para se rejeitar a hipótese nula de igualdade entre as médias dos países. Finalizando a análise das diferenças das médias das variáveis de transparência, quando se toma as variáveis agregadas TA as empresas norte americanas são mais bem classificadas que as brasileiras. Contudo,

para TAv, o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney não permite rejeitar a hipótese nula.

Avançando para as variáveis de desempenho, o teste de Shapiro-Francia rejeita a hipótese nula de normalidade para as variáveis ROE, ROA e EBITs. Pelo teste de Wilcoxon-Mann-Whitney, apresentado na Tabela 3, pode-se afirmar que a rentabilidade média das empresas norte-americanas é maior que da firma brasileira somente no caso do teste com ROA.

Quadro 3 – Estatísticas Descritivas.

(Continua)

Variável / País	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Coef. Variação
T1	117	0.624	0.212	0.385	1.053	0.340
BRA	7	0.396	0.000	0.396	0.396	0.000
USA	110	0.639	0.211	0.385	1.053	0.330
T1v	110	-0.651	0.780	-2.643	1.079	-1.199
BRA	6	-1.500	0.897	-2.643	-0.384	-0.598
USA	104	-0.602	0.749	-2.643	1.079	-1.244
T2	117	0.524	0.220	0.000	1.000	0.421
BRA	7	0.056	0.000	0.056	0.056	0.000
USA	110	0.554	0.192	0.000	1.000	0.347
T2v	102	0.572	0.276	0.000	1.000	0.483
BRA	5	0.999	0.001	0.998	1.000	0.001
USA	97	0.550	0.265	0.000	1.000	0.482
T3	115	-0.058	0.052	-0.289	-0.001	-0.895
BRA	7	-0.047	0.005	-0.053	-0.041	-0.114
USA	108	-0.059	0.054	-0.289	-0.001	-0.911
TA	118	2.391	0.434	1.414	3.464	0.182
BRA	7	1.782	0.139	1.633	2.000	0.078
USA	111	2.430	0.417	1.414	3.464	0.172
TAv	116	2.330	0.461	1.414	3.317	0.198
BRA	7	2.514	0.122	2.309	2.646	0.049
USA	109	2.318	0.473	1.414	3.317	0.204
ROE	117	0.116	0.209	-0.398	0.605	1.794
BRA	7	0.055	0.199	-0.192	0.298	3.620
USA	110	0.120	0.210	-0.398	0.605	1.742
ROA	115	0.066	0.102	-0.199	0.290	1.547
BRA	7	0.001	0.028	-0.036	0.034	22.150
USA	108	0.070	0.103	-0.199	0.290	1.478
EBITS	113	0.089	0.104	-0.088	0.378	1.175
BRA	7	0.074	0.031	0.033	0.110	0.423
USA	106	0.089	0.107	-0.088	0.378	1.197
B	114	1.082	0.302	0.373	1.791	0.280
BRA	7	1.294	0.075	1.191	1.398	0.058
USA	107	1.068	0.307	0.373	1.791	0.287
WACC	109	-0.303	0.385	-1.407	0.153	-1.271
BRA	7	-1.135	0.171	-1.407	-0.968	-0.151
USA	102	-0.246	0.325	-1.407	0.153	-1.321
WACCt1	100	-0.229	0.320	-1.209	0.215	-1.395
BRA	7	0.045	0.095	-0.069	0.215	2.097
USA	93	-0.250	0.321	-1.209	0.215	-1.286

(Conclusão)

BTM	111	-1.441	1.005	-4.375	0.313	-0.697
BRA	7	0.253	0.053	0.175	0.313	0.210
USA	104	-1.555	0.932	-4.375	0.313	-0.599
VVND	106	0.233	0.442	-0.189	2.303	1.897
BRA	6	0.107	0.119	-0.091	0.214	1.114
USA	100	0.241	0.454	-0.189	2.303	1.884
ATV	117	0.022	0.010	0.009	0.047	0.448
BRA	7	0.015	0.001	0.013	0.016	0.080
USA	110	0.022	0.010	0.009	0.047	0.444
AF	109	1.587	4.866	-4.335	25.469	3.066
BRA	7	0.110	3.325	-4.335	6.588	30.321
USA	102	1.688	4.950	-4.335	25.469	2.932
VOL	109	521.332	217.085	1.764	978.790	0.416
BRA	5	2.077	0.440	1.764	2.688	0.212
USA	104	546.296	188.933	181.501	978.790	0.346
LB	111	-4.817	2.228	-9.552	-0.676	-0.463
BRA	7	-0.987	0.368	-1.624	-0.676	-0.372
USA	104	-5.075	2.056	-9.552	-1.136	-0.405
C	118	0.271	0.446	0.000	1.000	1.646
BRA	7	0.286	0.488	0.000	1.000	1.708
USA	111	0.270	0.446	0.000	1.000	1.651
C x T1	117	0.168	0.296	0.000	1.053	1.763
BRA	7	0.113	0.193	0.000	0.396	1.708
USA	110	0.171	0.302	0.000	1.053	1.760
C x T1v	110	-0.144	0.356	-1.843	1.079	-2.473
BRA	6	-0.147	0.231	-0.500	0.000	-1.569
USA	104	-0.144	0.363	-1.843	1.079	-2.523
C x T2	117	0.144	0.266	0.000	1.000	1.841
BRA	7	0.016	0.028	0.000	0.056	1.708
USA	110	0.153	0.272	0.000	1.000	1.784
C x T2v	102	0.151	0.284	0.000	1.000	1.881
BRA	5	0.200	0.447	0.000	1.000	2.236
USA	97	0.148	0.276	0.000	1.000	1.862
C x T3	115	-0.014	0.034	-0.289	0.000	-2.538
BRA	7	-0.012	0.021	-0.043	0.000	-1.709
USA	108	-0.014	0.035	-0.289	0.000	-2.577
C x TA	118	0.659	1.112	0.000	3.464	1.686
BRA	7	0.481	0.821	0.000	1.732	1.709
USA	111	0.671	1.130	0.000	3.464	1.685
C x TAv	116	0.647	1.084	0.000	3.317	1.674
BRA	7	0.728	1.244	0.000	2.646	1.710
USA	109	0.642	1.079	0.000	3.317	1.680

Fonte: os autores.

Analisando as variáveis de risco, apresentadas na Tabela 4, o teste de Shapiro-Francia permite rejeitar a hipótese nula de normalidade das três variáveis. Já com o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney rejeita-se a hipótese nula de igualdade das médias entre os países para as três variáveis de risco.

Da mesma forma que para a transparência, os resultados dos testes de diferenças de médias para risco não foram persistentes. Os resultados

dos testes para beta (B) e $WACC_{t+1}$ indicam que as empresas norte-americanas apresentam menor risco que a brasileira. Em contrapartida, WACC indica justamente o contrário.

Tabela 2 – Valores médios das variáveis de Transparência.

País	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TA _v
BRA	0.3964	-1.5000	0.0564	0.9990	-0.0472	1.7815	2.5141
USA	0.6387	-0.6019	0.5536	0.5500	-0.0588	2.4295	2.3184
Shapiro-Francia	0.0000	0.0082	0.0000	0.0548	0.0000	0.6013	0.9427
Teste t	0,00***	0,0056***	0.00***	0.00***	0.0389**	0.0001***	0.2786
Kruskal-Wallis	0,0004*	0,0166*	0,0001*	0,0004*	0.5276	0,0002*	0.1725

Fonte: os autores.

Tabela 3 – Valores médios das variáveis de Desempenho.

País	ROE	ROA	EBITS
BRA	0.0550	0.0013	0.0741
USA	0.1203	0.0699	0.0895
Shapiro-Francia	0.0002	0.0055	0.0000
Teste t	0.4246	0.0834*	0.7072
W-M-W	0.7045	0,0066*	0.6250

Fonte: os autores.

Tabela 4 – Valores médios das variáveis de Risco.

País	B	WACC	WACCt1
BRA	1.2936	-1.1348	0.0452
USA	1.0679	-0.2459	-0.2498
Shapiro-Francia	0.0371	0.0000	0.0000
Teste t	0.0553**	0,0000***	0.0178**
W-M-W	0,0041***	0,0000***	0.0038***

Fonte: os autores.

transparência e desempenho/risco, pois foram omitidas devido à utilização de efeitos fixos.

A mesma relação encontrada entre transparência e desempenho também é observada para a variável de crise (modelos 1, 2, 3, 4, 9 e 12). Isso demonstra que, durante os períodos de crise, as empresas apresentaram um desempenho superior aos dos períodos de não crise.

Por outro lado, analisando as interações entre Crise e Transparência, observa-se que, nos modelos 2, 4 e 12, essas variáveis são significativas e negativas ao nível de pelo menos 5%. Dessa forma, infere-se que, durante as crises, as empresas mais transparentes apresentam um menor desempenho. Uma conclusão já esperada, visto que, justamente por gerenciarem menos os seus resultados, tais empresas refletem menores desempenhos durante as crises, porém mais verossímeis.

Contudo, o resultado do modelo 3, vai ao encontro dos modelos 2, 4 e 12, isto é, tal interação é positiva e significativa. Logo, mensurando-se a transparência pela magnitude dos accruals (T3), tem-se que, durante as crises, as empresas com maiores accruals apresentam, na média, melhor rentabilidade quando essa é medida pelo ROE.

4.1 RESULTADOS DAS REGRESSÕES LINEARES

Focando a análise nos 12 modelos de desempenho com as variáveis tradicionais de transparência, reportados na Tabela 5, observa-se que somente a variável T3 no modelo 11 se relaciona de forma positiva e significativa ao nível de 1%. Ou seja, para esse modelo, quanto maior é a transparência média das empresas, maior é o desempenho médio. Esse resultado está de acordo com o previsto na teoria e corrobora os trabalhos de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Lameira et al. (2010). Vale ressaltar que os 6 modelos com T1 e os 6 modelos com T2 não foram considerados na análise da relação entre

Tabela 5 – Resultado das regressões de Desempenho x Transparência.

Painel A - Variável Dependente: ROE

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	1	2	3	4	13	14	3	15
T1	---				0,0579*			
T2		---				-0.0056		
T3			-0.4334				-0.4334	
TA				0.0051				-0.0108
BTM	-0,0797**	-0.0644	-0,0761*	-0,0663**	-0.0560	-0.0676	-0,0761*	-0.0714
VVND	0.0225	0.0269	0.0292	0.0243	-0.0031	0.0141	0.0292	0.0198
ATV	-12.1513	-12.891	-13.2576	-12.8643	-16,4024**	-11.9643	-13.2576	-12.5178
AF	-0.0015	-0.0011	-0.0023	-0.0003	-0.0023	-0.0013	-0.0023	-0.0013
C	0,2891*	0,2535**	0.0965	0,4405**	0.0361	0.0638	0.0965	-0.0065
C x T1	-0.3862				0.0200			
C x T2		-0,3809**				-0.0532		
C x T3			0,7361*				0,7361*	
C x TA				-0,1638**				0.0241
Intercepto	0.2517	0.2907	0.2540	0.2739	0,4320*	0.2707	0.2540	0.2988

Painel B - Variável Dependente: ROA

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	5	6	7	8	16	17	7	18
T1v	---				0,0208*			
T2v		---				0.0021		
T3			0.0041				0.0041	
TAv				-0.0042				0.0001
BTM	-0,0347***	-0,0336***	-0,0331**	-0,0329***	-0,0277**	-0,0326**	-0,0331**	-0,0317**
VVND	0,0211*	0,0207*	0.0210	0.0213	0.0131	0.0190	0.0210	0.0214
ATV	-5.5602	-5.5881	-5.4617	-5.7168	-71.2300	-57.3420	-54.6170	-57.9050
AF								
C	0.0546	0.0293	0.0331	0.0623	0.0209	0.0189	0.0331	-0.0412
C x T1v	-0.0475				0.0086			
C x T2v		-0.0077				0.0088		
C x T3			0.1591				0.1591	
C x Tav				-0.0155				0.0282
Intercepto	0.1258	0.1282	0.1265	0.1419	0,1882*	0.1307	0.1265	0.1353

Painel C - Variável Dependente: EBITs

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	9	10	11	12	19	20	11	21
T1v	---				0.0144			
T2v		---				-0.0198		
T3			0,3363***				0,3363***	
TAv				0.0607				0.0618
BTM	-0,0438***	-0,0439***	-0.0046	-0,0473***	-0.0054	-0.0039	-0.0046	-0.0079
VVND	0,0555***	0,0552***	0,0717**	0,0537***	0,0734**	0,0786**	0,0717**	0,0752***
ATV	-7,9930**	-7,9810**	-4,1595*	-6,7178**	-4,6031*	-4,2100*	-4,1595*	-4,2438*
AF								
C	0,0312*	0.0210	0.0126	0,1098***	0.0317	-0.0010	0.0126	-0.0276
C x T1v	-0.0073				0.0417			
C x T2v		0.0106				0.0233		
C x T3			0.0767				0.0767	
C x Tav				-0,0348***			0.0179	
Intercepto	0,1754**	0,1751**	0,1704***	-0.0017	0,1676**	0,1623**	0,1704***	0.0016

Fonte: os autores.

Já nos modelos com a Transparência Variável, T1v (modelos 13 e 16) tem significativa relação positiva com desempenho. Como no modelo 11, esses resultados fortalecem a literatura, defendendo que empresas mais transparentes têm melhores desempenhos.

Para as demais variáveis utilizadas nos modelos com a transparência variável (de 13 a 21), todos os resultados significantes encontrados corroboram com os resultados encontrados para os modelos com as variáveis tradicionais de transparência (de 1 a 12). Contudo, observa-se que, em alguns casos, as variáveis de controle deixaram de ser significantes entre as regressões do primeiro grupo de modelos e as regressões do segundo grupo, inclusive, a dummy de crise e suas interações com as variáveis de transparência.

Assim, pela não persistência, os resultados encontrados não permitem rejeitar a hipótese nula (não existe relação entre transparência e desempenho). Dos 15 modelos testados que continham a variável de transparência, 12 não apresentaram relação significativa entre a Transparência e o Desempenho. Por outro lado, outros 3 modelos confirmam a existência de uma relação positiva e significativa entre transparência e o desempenho para a amostra selecionada.

Porém, a não persistência nos resultados pode ser reflexo de 2 pontos: 1– da importância da escolha das variáveis na definição dos modelos a serem testados nas pesquisas empíricas - isso

porque diferentes proxies de uma mesma variável de estudo podem levar à obtenção de resultados distintos e, por vezes, contraditórios; e 2– de que as variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) podem ter baixa robustez e/ou validade para medir gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, para transparência ao nível de empresa.

Dirigindo-se para os modelos de risco, ao se analisarem os 12 primeiros modelos (do 22 ao 33) que apresentam as variáveis tradicionais de transparência, observa-se que apenas no modelo 28 existe uma relação significativa e, no caso, positiva, entre transparência e risco, indicando, assim, que as empresas mais transparentes apresentam também maior o risco.

Apesar de esse resultado invalidar Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira et al. (2010), ele corrobora com Salmasi (2009). Em seus estudos, a autora também encontrou uma relação positiva entre governança corporativa e o beta, que, além de uma proxy de risco, no caso, representava uma proxy do custo de capital próprio.

Salmasi (2009) ainda relata que esse resultado poderia ser explicado pelo fato de que empresas que apresentam maior risco talvez busquem melhores práticas de governança corporativa com o intuito de mitigar, frente aos investidores, esses riscos, o que pode ser uma explicação nos resultados encontrados aqui.

Tabela 6 –Resultado das regressões de Risco x Transparência.

Painel A - Variável Dependente: Beta

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	22	23	24	25	34	35	24	36
T1	---				0.0082			
T2		---				-0.0311		
T3			-0.8208				-0.8208	
TA				-0.0361				-0.0379
BTM	0.0358	0.0427	0.007	0.0459	0.0423	0.0398	0.0070	0.0106
VVND	-0,0006***	-0,0006**	-0,0005**	-0,0006**	-0,0005***	-0,0006***	-0,0005***	-0,0005**
ATV	-0.0464	-0.0505	-0.0881	-0.048	-0.0768	-0,1302***	-0.0881	-0.1020
AF								
C	0,2671*	-0.0624	0.0785	0.2333	0.0238	-0.1518	0.0785	0.0455
C x T1	-0,4050**				0.0220			
C x T2		0.1459				0.2569		
C x T3			0.5939				0.5939	
C x TA				-0.0867				-0.0020
Intercepto	1,2320***	1,2116***	0,8910**	1,3165*	1,0555***	0,8808***	0,8910**	0,9697*

Painel B - Variável Dependente: WACC

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	26	27	28	29	37	38	28	39
T1v	---				0.0204			
T2v		---				-0.0651		
T3			0,6961**				0,6961**	
TAv				-0.0026				-0.0029
BTM	-0,2380**	-0,2359**	-0,2308**	-0,2331**	-0,2371**	-0,2314**	-0,2308**	
VVND								
ATV	0.0400	0.0381	0.0308	0.0388	0.0376	0.0516	0.0308	0.0333
AF	-0.0769	-0.0653	-0.0420	-0.0730	-0.0788	-0.0781	-0.0420	-0.0693
C	0.1339	0.0028	-0.0444	0.2455	-0.0697	-0.0440	-0.0444	0.1848
C x T1v	-0.2198				-0,1202*			
C x T2v		-0.0061				0.0537		
C x T3			-0.5730				-0.5730	
C x Tav				-0.1022				-0.0780
Intercepto	-0.3859	-0.4038	-0,4106*	-0.3819	-0.3783	-0.2839	-0,4106*	-0,4263*

Painel C - Variável Dependente: WACC t+1

Variáveis	Transparência Tradicional				Transparência Variável			
	30	31	32	33	40	41	32	42
T1v	---				0.0251			
T2v		---				-0.0461		
T3			0.6420				0.6420	
TAv				0.0329				0.0209
BTM	-0,1543**	-0,1546**	-0,1479**	-0,1494**	-0,1553**	-0,1471**	-0,1479**	
VVND								
ATV	0.0364	0.0320	0.0255	0.0328	0.0308	0,0623*	0.0255	0.0303
AF	-0.0456	-0.0448	-0.0209	-0.0450	-0.0306	-0.0138	-0.0209	-0.0389
C	0.1781	-0.1171	-0,1016**	0.1859	-0,1172*	-0.0882	-0,1016***	0.1085
C x T1v	-0.4087				-0.1045			
C x T2v		0.1164				0.0402		
C x T3			-0.6636				-0.6636	
C x Tav				-0.1046				
Intercepto	-0.2258	-0.2473	-0.2511	-0.3124	-0.2581	-0.1182	-0.2511	-0,3108*

Fonte: os autores.

Para os demais modelos não foram encontradas relações significantes entre as variáveis de transparência e risco, contrariando os estudos de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira et al. (2010). Assim, em apenas um modelo foi encontrada relação significativa. Em contrapartida, os outros 14 modelos não apresentaram qualquer relação.

Para a variável de crise e suas respectivas interações com transparência, tradicional e variável, somente em 3 modelos foram encontrados resultados significantes.

No modelo 22, a crise possui relação positiva e significativa com o Beta. Isso indica que, nos períodos de crise, o risco sistemático médio das empresas é aumentado, capturando, assim, as instabilidades econômicas. Esse mesmo modelo evidencia que, nos momentos de crise, mesmo que o risco sistemático médio seja aumentado, as empresas mais transparentes apresentam risco menor.

Outra relação negativa foi encontrada no modelo 37, entre a interação de crise com a transparência e WACC, indicando também que, nos momentos de crise, as empresas mais transparentes apresentam, na média, menor risco.

Já no modelo 32 a variável de crise apresentou relação significativa e negativa com risco, indicando, assim, que neste caso o WACC é reduzido após períodos de crise.

Essa discussão leva, ainda, à avaliação da robustez e da validade das variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para mensurar o gerenciamento de resultados, e, conseqüentemente, a transparência dos resultados de uma empresa. Dos 30 modelos que relacionam transparência com as desempenho e risco, somente 4 apresentaram relações significantes.

Ainda que de forma limitada, devido ao tamanho da amostra, a fragilidade dessas variáveis de gerenciamento de resultados é destacada nos resultados apresentados no Quadro 4.

Quadro 4 – Resultado das regressões para as subamostras por períodos.

Variável	EBITS Modelo 11		ROE Modelo 13		ROA Modelo 16		WACC Modelo 28	
	2003-2007	2008-2013	2003-2007	2008-2013	2003-2007	2008-2013	2003-2007	2008-2013
T3	0,3278*	0.1313	---	---	---	---	-0.0998	0.7631
T1v	---	---	-0.0055	0.0461	0.0348	0,0307**	---	---

Fonte: os autores.

Espera-se que a divisão da amostra em duas subamostras, no caso de 2003 a 2007 e de 2008 a 2013, não altere nenhuma das relações encontradas nas regressões anteriores. Contudo, quando se consideram somente os modelos que apresentaram alguma significância entre transparência e desempenho/risco (11, 13, 16 e 28), os resultados das novas regressões não foram mantidos em nenhum dos casos. Para o modelo 11, a relação positiva e significativa foi mantida apenas para o período de 2003 a 2007. Já para o modelo 16, o resultado significativo e positivo foi mantido para o período de 2008 a 2013.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo procurou lançar luzes nesse setor de crescente importância mundial, mas relativamente pouco explorado pelas finanças corporativas. Tendo como objetivo verificar a significância e a direção do relacionamento entre a Transparência, o Desempenho e o Risco, os resultados deste estudo contribuem para a evolução da literatura na medida em que validam pesquisas anteriores e que iniciam o questionamento sobre a efetividade de algumas proxies tradicionais de transparência (gerenciamento de resultados).

De modo geral, os resultados significantes deste trabalho evidenciam que, na média, as empresas mais transparentes apresentam melhores desempenhos e maiores riscos. Percebe-se, também, que, nos momentos de crise, tanto o desempenho quanto o risco são, na média, superiores aos de momentos de não crise. Além disso, esses mesmos resultados significantes demonstram que a interação entre crise e transparência demonstra que as empresas mais transparentes, nos momentos de crise, apresentam menores risco e menores desempenhos.

Apesar da densidade do estudo, há algumas limitações aqui: 1– Devido à análise de um único subsetor da economia, comércio eletrônico, a seleção de dados é limitada tanto com relação ao período quanto com relação à quantidade de empresas; 2– A amostra brasileira é formada por apenas uma empresa, ainda que, na média, ela represente 30% do mercado e, em alguns anos, esse valor seja maior que 50%; 3– Para mensuração da transparência, foram utilizadas somente as variáveis de gerenciamento de resultado propostas por (LEUZ, NANA e WY SOCKI, 2003).

Dessa forma, sugere-se como estudos futuros testar a robustez das variáveis de gerenciamento de resultados e, por consequência, buscar variáveis possivelmente mais completas e que reflitam de forma mais assertiva o gerenciamento de resultados e a transparência. Um variável pouco observada é a Internacionalização, mencionada por Šarapovas, T., e Cviliikas, A. (2006) e que já é discutida em termos de desempenho.

Outro ponto a ser explorado é a composição de uma base de empresas mais robusta, acrescentando novos países ou utilizando bases de dados que ofereçam maior quantidade de empresas. Sugere-se, também, a utilização de regressões com equações estruturais para uma discussão da relação entre transparência e desempenho/risco por meio de uma outra perspectiva.

Por fim, considerando o contexto do comércio eletrônico nacional que, conforme o E-Bit (2014), passa por momento de grande crescimento e baixo

desempenho, entende-se que a busca por uma maior transparência deva ser uma das alternativas a ser adotada no caminho da recuperação do desempenho.

REFERÊNCIAS

ALVES, Leandro de Carvalho; GONÇALVES, Fabiolla Valeria; PEIXOTO, Fernanda Maciel. Risco e transparência no Brasil: um estudo sobre o gerenciamento de resultados. **Revista Brasileira de Administração Científica**, v. 5, n. 3, p. 203-221, 2014.

A.T. KEARNEY. **E-Commerce Index**. Disponível em: <<http://www.atkearney.com>>. Acesso em: 25 de Maio de 2016.

BAUM, Christopher F. et al. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **The Stata Journal**, v. 1, n. 1, p. 101-104, 2001.

BOUVARD, M.; CHAIGNEAU, P.; MOTTA, A. Transparency in the financial system: Rollover risk and crises. **The Journal of Finance**, v. 70, n. 4, p. 1805-1837, 2015.

BOVA, Francesco; DOU, Yiwei; HOPE, Ole Kristian. Employee ownership and firm disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 32, n. 2, p. 639-673, 2015.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, 2003.

CATANACH JR, Anthony H.; RAGATZ, Julie Anne. 2008 Market Crisis: Black Swan, Perfect Storm or Tipping Point? **Bank Accounting & Finance**, v. 23, n. 08943958, p. 20-26, 2010.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

- DEAN, D. et al. **The Internet economy in the G-20. The \$ 4.2 trillion growth opportunity**. Boston Consulting Group. 2012.
- E-bit. **Relatório Webshoppers**. 30 ed. 2014. Disponível em: <<http://www.ebit.com.br/webshoppers>>. Acesso em: 20 de Março de 2014.
- E-bit. **Relatório Webshoppers**. 33 ed. 2016. Disponível em: <<http://www.ebit.com.br/webshoppers>>. Acesso em: 15 de maio de 2016.
- FERNANDES, Nuno; FERREIRA, Miguel A. Does international cross-listing improve the information environment. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 2, p. 216-244, 2008.
- FUERST, Franz; MATYSIAK, George. Analysing the performance of nonlisted real estate funds: a panel data analysis. **Applied Economics**, v. 45, n. 14, p. 1777-1788, 2013.
- GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.
- GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.
- HASSAN, Rohail; MARIMUTHU, Maran; JOHL, Satirenjit Kaur. Demographic diversity and firm value: A review on large companies using panel data approach. In: **Int. Symposium on Tech. Management and Emerging Technologies (ISTMET), 2015**. IEEE, 2015. p. 197-201.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus et al. Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v. 9, n. 1, p. 17-76, 2010.
- LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Fin. Econ.**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LOPES, Aleksandro Broedel; WALKER, Martin. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Papers Series**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em: 4 nov. 2013.
- MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.
- SALMASI, Sílvia Vidal; MARTELANC, Roy. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 1, p. 101-117, 2009.
- ŠARAPOVAS, Tadas et al. The Problems of Identifying the Essential Business-to-Business E-Commerce Environment Components. **Engineering Economics**, v. 46, n. 1, p. 74-82, 2006.
- SHAPIRO, Samuel S.; FRANCIA, R. S. An approximate analysis of variance test for normality. **Journal of the American Statistical Association**, v. 67, n. 337, p. 215-216, 1972.
- SKAIFE, Hollis Ashbaugh; COLLINS, Daniel W.; LAFOND, Ryan. Corporate governance and the cost of equity capital. **SSRN 639681**, 2004.
- SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.
- SWANN, N. G. United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed On Credit Watch Negative On Rising Risk Of Policy Stalemate. **Standard & Poor's Financial Services**, 2011. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com>>. Acesso em: 22 de agosto de 2014.
- TREASURY - U.S. Department of the Treasury. **Debt Limit**. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/initiatives/pages/debtlimit.aspx>>. Acesso em: 22 agosto de 2014.

WONG, S. C. Y. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform. In: **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum**, n. 14, 2009.

Endereço dos Autores:

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 1F200
Bairro Santa Mônica
Uberlândia, Minas Gerais-MG, Brasil.
CEP: 38408-100