



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

LEANDRO DE CARVALHO ALVES

**TRANSPARÊNCIA, DESEMPENHO E RISCO:
uma comparação entre empresas de comércio eletrônico do Brasil e dos EUA**

Uberlândia-MG
2014

LEANDRO DE CARVALHO ALVES

**TRANSPARÊNCIA, DESEMPENHO E RISCO:
uma comparação entre empresas de comércio eletrônico do Brasil e dos EUA**

Dissertação apresentada à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Prof. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Uberlândia
2014

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia
Elmiro Santos Resende

Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios
Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração
Valdir Machado Valadão Júnior

TRANSPARÊNCIA, DESEMPENHO E RISCO: uma comparação entre empresas de comércio eletrônico do Brasil e dos EUA

LEANDRO DE CARVALHO ALVES

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa Gestão Financeira e Controladoria, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 24 de Novembro de 2014.

Prof. Dr. Valdir Valadão Júnior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Banca Examinadora:

Prof. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dra. Verônica Favato Brugnoli
Fundação Getúlio Vargas – FGV-SP

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira
Universidade Federal de Uberlândia

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

A474t
2014 Alves, Leandro de Carvalho, 1978-
 Transparência, desempenho e risco: uma comparação entre empresas
de comércio eletrônico do Brasil e dos EUA / Leandro de Carvalho
Alves. - 2014.
 120 f. : il.

 Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Administração.
 Inclui bibliografia.

 1. Administração - Teses. 2. Comércio eletrônico - Teses. 3. Risco -
Teses. 4. Desempenho - Teses. I. Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa.
II. Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em
Administração. III. Título.

CDU: 658

*À Karla, ao Pedro e ao Bruno,
com amor, dedico.*

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida, família, amigos, inteligência e pelas oportunidades que sempre me proporciona.

À minha esposa Karla e aos meus filhos Pedro e Bruno, pela paciência, apoio e compreensão nos momentos de ausência.

Aos meus pais Vanderico e Maria Abadia, pela minha educação e pelo exemplo.

Ao Martins, na pessoa do Flávio Lúcio Borges Martins, e à minha Equipe, pela compreensão e por terem permitido a realização deste trabalho.

À minha orientadora Kárem Cristina de Souza Ribeiro, pela confiança e direção na escolha do tema para a conclusão desta pesquisa

A todos os professores do Mestrado em Administração da Universidade Federal de Uberlândia, pelo compartilhamento de conhecimento, em especial, Cristiano Augusto Borges Forti, Ernando Antônio dos Reis, Fernanda Maciel Peixoto, Pablo Rogers Silva, Stella Naomi Moriguchi, Valdir Machado Valadão Júnior.

Aos colegas do mestrado, pela convivência, principalmente, os da linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria: Cláudio, Fabiolla, Luzélia, Rogério, Thayse e Thiago.

Aos professores que participaram da banca de qualificação, Marcelo Tavares e Vinícius Silva Pereira, pelas contribuições e orientações apresentadas no momento da qualificação.

Aos professores Verônica Favato Brugugnoli e, novamente, Vinícius Silva Pereira, por aceitarem o convite para participarem da banca de defesa desta dissertação, pela disponibilidade e pela atenção.

RESUMO

A transparência é, dentre os mecanismos de Governança Corporativa propostos pela Teoria da Agência, aquele que proporciona a redução da assimetria de informações. Assim, procurou-se com esta pesquisa analisar a relação entre a transparência, medida pelo gerenciamento de resultados (*earnings management*), o desempenho e o risco nas empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ ou na BM&F Bovespa, entre os anos de 2003 e 2013. Buscou-se também analisar a diferença dessas variáveis entre as empresas brasileiras e norte americanas, o seu comportamento nos momentos de crise e a interação entre crise e transparência.

Para isso, utilizou-se os testes paramétrico e não paramétrico de diferenças de médias e regressões com dados em painéis. A transparência foi medida pelas variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). O desempenho foi mensurado pelo ROE, ROA e EBIT/Venda e o risco pelo Beta, WACC no tempo corrente e em $t + 1$. Os momentos de crise – ano de 2008, para todas as empresas, e ano de 2011, para as empresas norte americanas – foram definidos de acordo com a literatura sobre o tema.

Os resultados significantes dos testes de diferenças de médias indicam que as empresas norte-americanas são mais transparentes e apresentam maior desempenho e menor risco. Porém, para umas das variáveis de transparência (T2v) e para o WACC no tempo corrente são as empresas brasileiras que, na média, apresentam maior transparência e menor risco.

Já as regressões apontam que as empresas mais transparentes apresentam, na média, maiores desempenhos e maiores riscos. Nos períodos de crise, observa-se, no geral, 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: Transparência; Gerenciamento de Resultados; Desempenho; Risco; Comércio Eletrônico.

ABSTRACT

Among the Corporate Governance mechanisms proposed by the Agency Theory, disclosure is the one that provides the reduction of information asymmetry. This research examines the relationship between disclosure, performance and risk in e-commerce companies listed on NASDAQ or on BM&F Bovespa between the years 2003 and 2013. Also it analyzes the difference of these variables between the Brazilian and North American companies, their behavior in times of crisis and the interaction between crisis and disclosure.

To achieve this, were used parametric and nonparametric tests of differences in means and regressions with panel data. Disclosure was measured by the variables of earnings management proposed by Leuz, Nanda and Wysocki (2003). Performance was measured by ROE, ROA and EBIT/Sales and risk was measured by Beta, WACC in the current time and in $t+1$. Moments of crisis - 2008 for all companies and 2011 for North American companies - were defined according to the literature on the subject.

Significant results on tests of differences in means indicate that North American companies are more transparent and have higher performance and lower risk than the Brazilian companies. But for one disclosure variable (T2V) and for the WACC in the current time Brazilian companies have on average higher disclosure and lower risk.

Regressions indicate that transparent companies have in average the best performance and highest risk. In time of crisis both performance and risk tend to be even higher. However, the interaction between crisis and disclosure indicates that the firms with more disclosure are less risky and, also, report a lower performance, since they manage their results less than others.

Key words: Disclosure; Earnings Management; Performance; Risk; e-commerce

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Número de usuários residenciais ativos e tempo de uso por pessoa.....	46
Figura 2 – Ambiente de negócios eletrônicos	46
Figura 3 – Inflação de preços Brasil e comércio eletrônico acumulado 12 meses.....	50
Figura 4 – Discriminação de preços	51
Figura 5 – Histogramas das transformações da variável T1.....	111
Figura 6 – Histogramas das transformações da variável T1v.....	111
Figura 7 – Histogramas das transformações da variável T2.....	112
Figura 8 – Histogramas das transformações da variável T2v.....	112
Figura 9 – Histogramas das transformações da variável T3.....	113
Figura 10 – Histogramas das transformações da variável TA.....	113
Figura 11 – Histogramas das transformações da variável TAv.....	114
Figura 12 – Histogramas das transformações da variável ROE	114
Figura 13 – Histogramas das transformações da variável ROA.....	115
Figura 14 – Histogramas das transformações da variável EBITs.....	115
Figura 15 – Histogramas das transformações da variável B	116
Figura 16 – Histogramas das transformações da variável WACC	116
Figura 17 – Histogramas das transformações da variável WACCt1	117
Figura 18 – Histogramas das transformações da variável BTM	117
Figura 19 – Histogramas das transformações da variável VVND	118
Figura 20 – Histogramas das transformações da variável ATV	118
Figura 21 – Histogramas das transformações da variável VOL.....	119
Figura 22 – Histogramas das transformações da variável LB.....	119
Figura 23 – Histogramas das transformações da variável AF.....	120

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo dos principais trabalhos utilizados para embasar esse estudo	36
Quadro 2 – Estatísticas de uso da Internet e população	45
Quadro 3 – Evolução do limite da dívida dos Estados Unidos	53
Quadro 4 – Universo de estudo	56
Quadro 5 – Definição das Variáveis.....	64
Quadro 6 – Estatísticas Descritivas	75
Quadro 7 – Resultado da regressões das subamostras de períodos	89
Quadro 8 – Resumo dos resultados dos testes de diferenças de médias	91
Quadro 9 – Resumo dos resultados das regressões	92
Quadro 10 – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil e no Mundo	104

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Participação da B2W no comércio eletrônico brasileiro	57
Tabela 2 – Resultados dos testes de diagnósticos dos modelos	67
Tabela 3 – Matriz de correlação entre as variáveis	70
Tabela 4 – Fator de inflação da variância – VIF	72
Tabela 5 – Identificação dos modelos de regressão	73
Tabela 6 – Valores médios das variáveis de Transparência	77
Tabela 7 – Valores médios das variáveis de Desempenho	79
Tabela 8 – Valores médios das variáveis de Risco.....	79
Tabela 9 – Resultado das regressões de Desempenho x Transparência tradicional.....	81
Tabela 10 – Resultado das regressões de Desempenho x Transparência variável	82
Tabela 11 – Relação entre as variáveis de Transparência e de Desempenho.....	84
Tabela 12 – Resultado das regressões de Risco x Transparência tradicional.....	85
Tabela 13 – Resultado das regressões de Risco x Transparência variável.....	86
Tabela 14 – Relação entre as variáveis de Transparência e de Risco.....	87
Tabela 15 – Lista das empresas da amostra.....	110

LISTA DE EQUAÇÕES

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	58
Retorno sobre o ativo (ROA)	58
EBIT/Sales (EBITs).....	58
Custo médio ponderado de capital – CMPC (WACC).....	59
Transparência 1 (T1)	60
<i>Accruals</i>	60
Fluxo de caixa das operações	60
Transparência 2 (T2)	61
Transparência 3 (T3)	61
Alavancagem financeira (AF)	62
Volatilidade da ação (VOL)	62
Liquidez em bolsa (LIQ)	63
Índice book-to-market (BTM)	63

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1. Apresentação do tema e problema de pesquisa	14
1.2. Objetivos.....	17
1.3. Hipóteses de pesquisa.....	17
1.4. Estrutura do trabalho	19
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	20
2.1. Governança corporativa.....	20
2.1.1. Conselho de administração.....	23
2.1.2. Compensação dos gestores	24
2.1.3. Proteção dos acionistas minoritários	25
2.1.4. Estrutura de propriedade e controle.....	26
2.2. Transparência, desempenho e risco.....	28
2.3. Comércio eletrônico	43
2.4. Crise.....	52
3. METODOLOGIA.....	55
3.1. Classificação da pesquisa	55
3.2. Definição do universo de estudo	55
3.3. Definição das variáveis.....	57
3.3.1. Variáveis dependentes de desempenho	57
3.3.2. Variáveis dependentes de risco	58
3.3.3. Variáveis independentes	59
3.3.4. Variáveis de controle para o desempenho	62
3.3.5. Variáveis de controle para o risco	62
3.3.6. Variáveis de controle para o desempenho e o risco	63
3.1. Definição dos modelos econométricos	65
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	67
4.1. Testes de Diagnóstico.....	67
4.2. Análise descritiva e testes de diferenças de médias	74
4.3. Resultados das regressões lineares	80
4.4. Resumo dos resultados e limitações da pesquisa	89
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	94
REFERÊNCIAS	96

APÊNDICE A – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil e no Mundo.....	104
APÊNDICE B – Lista das empresas que compuseram a amostra.....	110
APÊNDICE C – Histogramas das transformações das variáveis	111

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do tema e problema de pesquisa

A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve a transparência (*disclosure*), a prestação de contas e a equidade de tratamento dos acionistas. Boas práticas essas que podem gerar redução do custo de capital das empresas, elevando a viabilidade do mercado de capitais como uma alternativa de capitalização (CVM, 2002).

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 enganar 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.

Assim, Castro Júnior, Conceição e Santos (2011), creditam à transparência parte relevante para uma avaliação acertada das oportunidades de investimento no mercado financeiro, fomentando informações melhores e mais precisas para os acionistas e potenciais investidores, reduzindo a assimetria informacional e, portanto, o custo de capital próprio da empresa.

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, em seu estudo, desistiriam de valor econômico em troca de lucros suavizados.

Lameira (2007) fortalece a teoria existente ao encontrar uma relação positiva e significativa entre as empresas com práticas mais transparentes e seus respectivos desempenhos.

Essa mesma linha de resultados está presente na pesquisa de Bohren e Odegaard (2004). Os autores relatam que a qualidade da governança corporativa das empresas não financeiras listadas na bolsa de Oslo, entre 1989 e 1997, é relevante para o desempenho econômico.

Ao contrário da relação entre Transparência e Desempenho, espera-se uma relação negativa entre a Transparência e o Risco. Malacrida e Yamamoto (2006) concluem que empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis (*proxy* para transparência) apresentam menor volatilidade média dos retornos de suas ações (*proxy* para risco).

Lameira (2007) coaduna com 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.

Especificamente, no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem buscado a abertura de informações das empresas brasileiras que vislumbram a possibilidade de listar suas ações sob a forma de *American Depositary Receipt* (ADRs) ou de captar títulos de dívida no mercado norte-americano. No entanto, existem empresas que têm divulgado suas informações voluntariamente, com o objetivo de se diferenciarem das demais na busca de recursos dos investidores (LANZANA, 2004).

A busca por maior transparência pelas empresas brasileiras é comprovada pelo estudo de Peixoto (2012), que demonstra a evolução desse indicador, saindo de uma média de 38,1%, em 2000, para uma média de 41,1%, em 2009.

Dentro do contexto empresarial brasileiro, e por ser relativamente recente o segmento de comércio eletrônico, espera-se que exista uma maior busca por transparência nesse segmento, visando a reduzir os riscos e garantir melhores desempenhos. Por outro lado, por ser um segmento de negócio de grande dinamismo e ter a informação/tecnologia como seu principal ativo, existe também a possibilidade do segmento de comércio eletrônico reter informações importantes visando a preservação de suas estratégias.

Dessa forma, escolha para desenvolver este estudo no setor de comércio eletrônico justifica-se por dois motivos: o primeiro – teórico – pela baixa produção científica mundial relacionada a esse segmento; e o segundo – social – pelos impactos desse segmento nas relações socioeconômicas de cada país, devido, principalmente, à sua alta taxa de crescimento.

De acordo com o Boston Consulting Group (2012), o comércio eletrônico contribuiu em 2010 com 4,1% do Produto Interno Bruto (PIB) dos países que compõem o G-20¹,

¹ Países que compõem o G-20: África do sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia e União Europeia

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.

Ainda conforme o Boston Consulting Group (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 em setores tradicionais, como Construção, Educação e Agricultura. Já no Brasil, esse segmento está próximo aos de setores como Mineração e Eletricidade, Gás e Água.

Assim, considerando (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 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?**

A seleção do período de estudo deu-se pela restrição de observações em períodos maiores. Isso porque, para o cálculo de algumas variáveis, fez-se necessário retroagir até o ano de 1999 (beta). A seleção de empresas brasileiras tem como objetivos, além do fortalecimento da literatura, o entendimento desse segmento no âmbito nacional, visto que esse é um segmento de destaque na economia e que apresenta, nos últimos 5 anos, segundo eBit (2014), crescimentos superiores a 20% a.a. Já as empresas norte-americanas serviram como *benchmarking*, por ser aquele o país com o comércio eletrônico mais desenvolvido, segundo o Boston Consulting Group (2012).

Com o intuito de facilitar a resposta do problema de pesquisa, ele pode ser dividido em duas partes:

- I. Qual é a relação existente entre transparência e desempenho nas empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa?
- II. Qual é a relação existente entre transparência e risco nas empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa?

Assim, este estudo se presta a investigar, para os anos de 2003 a 2013, a relação existente entre transparência, desempenho e risco das empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa. Para a mensuração da transparência, utilizar-se-á como *proxies* as variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Para medir o desempenho, serão utilizados como variáveis os indicadores de

Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA) e Lucro Operacional dividido pela Venda (EBITs). Já para a mensuração do risco, serão utilizadas as variáveis beta (B), em conformidade com o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*), e o Custo Médio Ponderado de Capital (WAAC – *Weighted Average Cost of Capital*), conforme sugerido por Lameira (2007) e Skaife, Collins e LaFond (2004). Para verificar uma possível associação entre as variáveis de interesse, serão utilizados modelos de regressão com dados em painel, visando a lidar com a heterogeneidade das unidades *cross-section*.

1.2. Objetivos

A pesquisa apresenta como principal objetivo verificar qual é a relação existente entre a transparência, o desempenho e o risco nas empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e na BM&F Bovespa entre os anos de 2003 a 2013.

Como objetivos específicos, têm-se:

- 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;
- III. Comparar se a transparência, o desempenho e o risco médio das empresas norte-americanas são estatisticamente iguais aos das empresas brasileiras.

1.3. Hipóteses de pesquisa

Para responder o problema de pesquisa e atender os objetivos propostos, definem-se as seguintes hipóteses:

Hipóteses referentes ao objetivo I

H₀₁: não existe relação estatisticamente significativa entre a transparência e o desempenho nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa;

H₁: existe relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) entre a transparência e o desempenho nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa;

Hipóteses referentes ao objetivo II

H₀₂: não existe relação estatisticamente significativa entre a transparência e o risco nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa;

H₂: existe relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) entre a transparência e o risco nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa;

Hipóteses referentes ao objetivo III

H₀₃: a transparência média das instituições norte-americanas é estatisticamente igual à transparência média das empresas brasileiras;

H₃: a transparência média das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente da transparência média das empresas brasileiras;

H₀₄: o desempenho médio das instituições norte-americanas é estatisticamente igual ao desempenho médio das empresas brasileiras;

H₄: o desempenho médio das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente do desempenho médio das empresas brasileiras;

H₀₅: o risco médio das instituições norte-americanas é estatisticamente igual ao risco médio das empresas brasileiras;

H₅: o risco médio das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente do risco médio das empresas brasileiras.

1.4. Estrutura do trabalho

Esta dissertação está dividida em cinco capítulos. Neste primeiro capítulo, de introdução, apresenta-se o tema, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, as hipóteses de pesquisa e a justificativa do trabalho.

No capítulo dois, tem-se a fundamentação teórica que aborda os temas de governança corporativa, transparência, desempenho, risco e comércio eletrônico.

O terceiro capítulo é composto pela metodologia aplicada a esta dissertação, destacando-se a tipologia e as definições operacionais da pesquisa, a definição do universo de estudo, bem como os métodos quantitativos empregados para o tratamento e análise dos dados.

No quarto e quinto capítulos, são apresentados e discutidos, respectivamente, os resultados obtidos e as considerações finais do estudo. Por fim, após o capítulo cinco, segue a lista das referências utilizadas nesta pesquisa e os apêndices.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Governança corporativa

Tendo em vista que a Transparência um dos mecanismos de aplicação da governança corporativa, para um melhor entendimento e contextualização, faz-se necessária uma breve retomada das origens, dos conceitos e dos demais mecanismos de governança corporativa.

Apesar de a teoria moderna de Governança Corporativa ter sua base de sustentação inicial no estudo *The modern corporation and private property* de Berle e Means de 1932, Adam Smith, em 1776, já refletia sobre o assunto:

“Não se pode esperar que os diretores das companhias anônimas – administrando o dinheiro de outras pessoas, ao invés de seus próprios – deveriam zelar por elas com a mesma vigilância ansiosa com que os sócios em uma sociedade privada frequentemente administram seus recursos” (SMITH, 1983).

Nesse mesmo caminho, Berle e Means (1932) identificam a origem do conflito de agência que toma seus contornos com a separação entre a propriedade e o controle do capital. Em seu estudo, além da separação da propriedade e do controle, os autores discorrem sobre a divergência de interesses desses dois grupos que, não raras as vezes, reduz ou mesmo impossibilita a busca do principal objetivo de uma firma: a maximização de riqueza dos proprietários.

Por outro lado, Coase (1937) revela em seu trabalho *The nature of firm* que as transações no mercado apresentam custos derivados da comparação de preços, de negociação e de contratação. Assim, para ele, os contratos entre os acionistas e os gestores não serão completos, pois sempre haverá a possibilidade de omissão de aspectos importantes para pelo menos uma das partes.

Complementando a Teoria dos Custos de Transação, Williamson (1985) aborda que, além dos custos anteriores ao contrato, estudados por Coase (1937), existem também custos posteriores à celebração deste, tais como, o custo de governança e aqueles que visam a garantir o cumprimento do acordo firmado.

Mais de 40 anos depois de Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976) apresentaram seu trabalho intitulado *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure*. Nesse estudo, os autores aprofundaram as análises dos conflitos de agência, lançando as bases para o desenvolvimento da Governança Corporativa. Buscando a fundamentação teórica da estrutura de propriedade da firma, Jensen e Meckling (1976) analisam a teoria da agência, do direito de propriedade e teoria de finanças. A partir daí, os

autores destacam que, apesar de os agentes concordarem em realizar as atribuições para as quais o principal os contratou, eles possuem interesses próprios que, não raro, são conflitantes com os do principal. Definindo dessa forma o conflito de agência, os autores concluem que não existem agentes perfeitos nem contratos completos, ambos sob a ótica dos acionistas. Nesse cenário, surgem os custos de agência, que são todos os gastos dos acionistas com o intuito de monitorar ou alinhar os seus interesses com o dos administradores.

Demonstrando que existem dois principais conflitos de agência (1 – entre administradores e proprietários e 2 – entre administradores/acionistas e credores), Jensen e Meckling (1976) concluem que a estrutura ótima de capital da empresa é determinada pela busca do menor somatório dos custos desses dois tipos de conflito.

Sob a ótica do conflito entre gestores e acionistas, Andrade e Rossetti (2006) exemplificam que a redução desses custos de agência passa por: a) monitorar os gestores; b) implantar um sistema de informações gerenciais voltado para monitoramento dos agentes; c) elaborar sistemas de incentivos e recompensas ligados à criação de valor para a empresa; d) ampliar o Conselho de forma a incluir mais *stakeholders*, melhorando a representatividade; e e) constituir Conselhos de Administração eficazes.

No final da década de 1990, Shleifer e Vishny (1997) conceituam Governança Corporativa (GC) em um trabalho com foco em estrutura de propriedade e controle e o nível de proteção legal aos investidores. Para esses autores, “a governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos (proprietários) garantem que obterão para si o retorno do investimento”. No estudo, Shleifer e Vishny (1997) concluem que os países com melhores níveis de GC (Alemanha, EUA, Japão e Reino Unido) são aqueles que apresentam uma estrutura de propriedade e controle difusa e com um alto nível de proteção legal dos investidores.

Alinhado com Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al* (2000) definem que “governança corporativa é um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos – *outsiders* – da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores) – *insiders*”. Estudando a estrutura de propriedade de empresas de 27 países, os autores concluem que a existência de mais de uma classe de ação e de estruturas piramidais de controle são fatores que contribuem para a segregação do direito ao fluxo de caixa e do direito ao controle das empresas. Assim, estando o controle do fluxo de caixa com os acionistas majoritários, reduz-se o incentivo à expropriação.

Em sua cartilha, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2012) conceitua GC como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma

companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Corroborando com essas definições, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014a) define GC como:

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade” (IBGC, 2014a).

Complementando, Andrade e Rossetti (2004) definem governança corporativa como sendo:

“... o conjunto de valores, princípio, propósitos e regras que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas em o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim” (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p.52).

Para ilustrar, o Quadro 10 do Apêndice A apresenta a linha do tempo da Governança Corporativa com os principais fatos no Brasil e no Mundo. O primeiro marco da Governança Corporativa foi a publicação do Relatório Cadbury em 1992, que surgiu como resposta aos escândalos do mercado financeiro inglês no final da década de 1980. Nesse mesmo ano, a GM (General Motors) divulga suas Diretrizes de Governança Corporativa, que foi considerado o primeiro código de governança de uma empresa. No Brasil, o pontapé-inicial foi em 1995 com a criação do IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, o atual IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que, em 1999, lançou o primeiro código de governança – o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Já em 2002, após os escândalos contábeis da Enron, WorldCom e Tyco, o congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). A SOX promoveu maior regulação na vida corporativa e aprimorou as regras para a boa governança corporativa e tinha como principal objetivo estabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas e, assim, dar suporte para a eficiência dos mercados financeiros. Também, em 2002, a CVM lança a sua cartilha de governança: Recomendações da CMV sobre Governança Corporativa.

Em 2005, ocorre a oferta pública de ações das Lojas Renner, a primeira companhia brasileira com capital amplamente disperso. Em 2006 e 2008, são revelados novos problemas de governança. No primeiro caso, o escândalo conhecido como *option backdating*, que resultou na demissão de mais de 50 CEOs de empresas norte-americanas por manipulação nas datas de lançamentos de planos de opções de ações para aumento de ganho dos executivos. Já

no segundo caso, a crise financeira trouxe à tona problemas de gestão de risco e o papel dos Conselhos de Administração. Em 2010, entraram em vigor as Instruções da CVM 480 e 481 e, em 2011, foi promulgada a Lei 12.527, conhecida como Lei de Acesso à Informação (LAI), ambos os eventos representando um grande avanço na transparência, devido, principalmente, ao aumento no nível de informações a serem prestadas pelas companhias.

Com isso, diante dos conflitos e custos de agência e da assimetria de direitos entre *insiders* e *outsiders*, a adoção de mecanismos de GC é essencial para o desenvolvimento corporativo. Para Wong (2009), os mecanismos de GC adotados consistem em:

1 – Melhorar a transparência através de uma maior divulgação em áreas como relatórios anuais, compensação dos gestores e conflitos de interesses (Transparência); 2 – Melhorar o monitoramento independente pelo conselho de administração (Conselho de administração); 3 – Alinhamento dos interesses dos agentes através de remuneração baseada em desempenho (Compensação dos Gestores); 4 – Reforçar os direitos dos acionistas através de mecanismos como voto cumulativo, direito a nomeação de conselheiros e votação sobre a remuneração dos executivos (Direito dos Acionistas); e 5 – Responsabilização financeira dos gestores, auditores externos, bancos de investimento e outros intermediários, para garantir a diligência, lealdade e honestidade (estrutura de Propriedade e Controle) (WONG, 2009, p.1).

Além da transparência, que será discutida de forma mais profunda juntamente com desempenho e risco, na seção 2.2, cada um dos mecanismos citados por Wong (2009) será detalhado na continuidade dessa seção.

2.1.1. Conselho de administração

Para Armstrong, Guay e Weber (2010), o conselho de administração desempenha um papel chave no monitoramento da gestão e na construção de mecanismos para alinhamento dos objetivos dos gestores com os interesses dos acionistas, garantindo de certa forma a transparência entre as partes. Além de desempenhar esse papel estratégico no sistema de governança corporativa, Wong (2009) relata que as funções do conselho são amplas e envolvem: “1 – acompanhar a gestão de forma imparcial; 2 – contribuir ativamente para o desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório; e 3 – garantir a integridade no processo de elaboração de relatórios financeiros”.

Jensen (1993) adota a mesma linha, relatando a importância nas atividades do conselho administrativo. Abordando os aspectos de tamanho do conselho, compensação de diretores, estratégias da empresa e a relação entre o trabalho do CEO e dos membros do conselho, Jensen (1993) entende que o conselho é capaz de resolver falhas nos sistemas internos de controle, colaborando, assim, para a promoção da cultura e a melhoria do clima

organizacional. Contudo, Bebchuk e Weisbach (2010) observam que essa capacidade do conselho em agregar valor depende diretamente da vantagem informacional que eles podem ter com relação aos *outsiders*.

Seguindo outra linha de entendimento, na qual os mecanismos de governança precisam ser adaptados para atender o ambiente da empresa, bem como suas atuais situações financeiras e de ciclo de vida, Dowell, Shackell e Stuart (2011) investigaram o grau de importância do conselho de administração para a sobrevivência das empresas em momentos de dificuldade financeira. Utilizando como amostra 227 empresas de Internet, os autores identificaram que as três variáveis de governança utilizadas (tamanho, independência do conselho e poder do CEO) estão associadas com a maior probabilidade de sobrevivência das empresas, mas somente para aquelas que estão com maior dificuldade financeira.

Em um estudo com 245 empresas não financeiras do mercado brasileiro, Peixoto (2012) encontrou que o conselho de administração contribuiu, em média, com 16,18% do índice de governança corporativa elaborado através da análise fatorial dos cinco mecanismos de governança. Outra revelação do estudo é que, apesar de não ser possível afirmar que o tamanho dos conselhos das empresas brasileiras esteja aumentando, o número de conselheiros independentes está em elevação. Essa constatação indica que o movimento na composição dos conselhos de administração das empresas brasileiras busca a melhoria do desempenho, isso porque Bozec e Dia (2007), Choi *et al.* (2007) e Almeida (2012), analisando respectivamente os mercados canadense, coreano e brasileiro, concluíram que a independência do conselho se relaciona positivamente com o desempenho das organizações.

2.1.2. Compensação dos gestores

Dentre os mecanismos de governança corporativa, a compensação dos gestores é sem dúvidas o de maior destaque no alinhamento de interesses entre esses e os acionistas, proporcionando, assim, um caminho de mão dupla entre o alinhamento dos interesses dos gestores e acionistas e a transparência entre as partes. De acordo com Wong (2009, p. 9), “dadas as dificuldades dos investidores externos em acompanhar ativamente a gestão, os incentivos financeiros assumem papel importante de garantir que os gestores e executivos ajam no melhor interesse da empresa”. Após a crise financeira de 2008, principalmente, o interesse por esse mecanismo de governança aumentou em todo o mundo, conforme observado por Bebchuk e Weisbach (2009). Assim, reguladores de praticamente todos os

países estudaram medidas para conter abusos na compensação e remuneração de altos executivos.

Para Bebchuk e Weisbach (2009), o debate sobre a remuneração dos gestores se divide em duas frentes. A primeira, que trata sobre o nível dessa compensação, procura entender se o constante aumento dessa remuneração é reflexo da oferta e demanda do mercado de executivos ou se essa elevação é resultado da *rent-seeking* (busca de renda através da manipulação artificial) por parte dos gestores mais poderosos. Já a segunda frente discute sobre a estrutura dos arranjos de pagamento. Sob o ponto de vista da contratação ideal, presume-se que o desenho do modelo de pagamento é eficiente. Por outro lado, sob o ponto de vista do poder gerencial, pressupõe-se que o desenho da remuneração é um produto da influência do poder dos próprios executivos (BEBCHUK e WEISBACH; 2009).

No Brasil, Peixoto (2012) encontrou que a compensação dos gestores representa 28,15% do índice de governança corporativa desenvolvido por ela, fazendo desse mecanismo o segundo mais importante no período analisado. De acordo com o estudo, porém, esse mecanismo de governança se torna o mais importante quando o cenário é de crise global ou de não crise.

2.1.3. Proteção dos acionistas minoritários

Nas últimas décadas, de acordo com Wong (2009), ocorreram grandes avanços na “capacidade dos acionistas de participar e votar em assembleias de acionistas, o maior acesso às informações da empresa, e maior autoridade de investidores minoritários para influenciar as decisões importantes, como a eleição dos conselheiros”, um avanço inconcebível sem a busca por uma maior transparência para os *outsiders*.

Sendo esse mecanismo relacionado com os direitos dos *outsiders*, Wong (2009) classifica os direitos dos acionistas em cinco grandes categorias:

“I – Propriedade: direito de comprar, vender e transferir a propriedade, e de ser protegido de diluição; II – Informação: direito de ser informado sobre assuntos importantes em tempo hábil; III – Influência: direito de participar em reuniões de acionistas e decisões-chave de influência, como a eleição de diretores, a aprovação de aquisições materiais e modificação dos direitos existentes; IV – Econômica: direito de receber uma parte *pro rata* das distribuições econômicas – tais como dividendos e recursos provenientes da dissolução – e vender ações a um “preço justo”; e V – Tratamento justo: direito de ser tratado de forma equitativa vis-à-vis um proprietário controlador ou outras classes de acionistas” (WONG, 2009, p.12).

Investigando empresas de 49 países, La Porta *et al* (1998) indicam que a concentração ou dispersão do controle acionário são explicadas em certo ponto pela origem do sistema legal

dos países (lei comum ou lei civil). Os autores constataram que, nos países de lei comum, a proteção dos acionistas é maior que nos países de lei civil. Tendo como variáveis de análise o poder de voto, facilidade de participação nas assembleias, acesso ao controle corporativo e proteção legal contra a expropriação, La Porta *et al* (1998) concluem que a concentração de propriedade está negativamente relacionada com a proteção dos acionistas.

Na continuação de seus estudos, La Porta *et al* (2000) sugerem que a expropriação dos acionistas minoritários é reduzida pela força da proteção legal e do *enforcement*. Isso faz com que as empresas consigam melhores condições de financiamento, contribuindo, assim, para o desenvolvimento dos mercados de capitais.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) buscaram relacionar o nível de direito dos acionistas – utilizando para isso um índice de governança (Índice G) criado por eles – com o desempenho. Como resultado, eles concluíram que seria possível obter um retorno anormal de 8,5% a.a. no caso de adoção de uma estratégia de investimento em que fossem compradas ações de empresas que preservam os direitos dos acionistas (democráticas) e vendidas ações de empresas com menor atendimento dos direitos dos acionistas (não democráticas).

Já no âmbito brasileiro, objetivando verificar a eficácia dos mecanismos de contratos privados como provedores de proteção aos investidores externos, Srour (2005) investigou 350 empresas de capital aberto, no período entre 1997 e 2001, e concluiu que as empresas que emitem ADR Nível II ou com a presença do Novo Mercado possuem uma melhor proteção aos acionistas. Além disso, em períodos de crise, tais firmas tendem a apresentar maiores retornos e distribuir mais lucros em forma de dividendos.

Peixoto (2012) destacou que os mecanismos de proteção dos acionistas minoritários contribuem em média com 29,86% do índice de governança corporativa desenvolvido por ela, sendo esse o de maior representatividade. Utilizando como *proxy* para esse mecanismo, o *payout* a emissão de ADRs, o direito de voto das ações preferenciais e a prioridade no reembolso de capital, a autora encontrou que, para todas as *proxies*, o melhor atendimento dos direitos dos acionistas reflete em uma melhor qualidade da governança corporativa, percebida através de um maior índice de governança.

2.1.4. Estrutura de propriedade e controle

A estrutura de propriedade e controle da empresa influencia diretamente na natureza dos conflitos de agência, conforme destacado por Bebchuk e Weisbach (2009). Contudo,

independentemente, do tipo de conflito existente, tem-se como uma das opções de solução a transparência.

Quando existe um acionista controlador, o problema de governança corporativa deixa de ser a expropriação dos acionistas pelos executivos – que ocorre quando não se tem um controlador – e passa a se concentrar na possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. Apesar de a estrutura de propriedade e controle dispersos ser a mais comum nas empresas negociadas nas bolsas dos EUA e do Reino Unido, nos demais países, a presença de um acionista controlador é a estrutura dominante das empresas negociadas em bolsa (BEBCHUK e WEISBACH; 2009).

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que essa estrutura de propriedade e controle encontrada na maioria das empresas dos EUA e do Reino Unido – bem como no Japão e na Alemanha – somados à proteção dos acionistas (*enforcement* legal) fazem com que esses quatro países apresentem sistemas de governança corporativa mais efetivos. Do outro lado, citando a América Latina, Índia, Itália e Rússia, Shleifer e Vishny (1997) creditam a fragilidade da governança corporativa nessas regiões, principalmente, à alta concentração de propriedade e ao baixo nível de proteção legal dos acionistas.

Utilizando uma base de mais de 600 empresas de 27 países diferentes, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) percebem que a maioria das empresas são controladas por famílias ou pelo estado. Adicionalmente, os autores apontam que estrutura piramidal e a emissão de mais de uma classe de ações são os mecanismos utilizados para a separação entre o direito de controle (voto) e o direito ao fluxo de caixa.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) caracterizaram os conceitos do efeito incentivo e entrenchamento ao observarem a relação entre a estrutura de propriedade e o valor de mercado da empresa. Apresentando o gráfico do Q de Tobin ao longo do aumento do percentual de propriedade do conselho de administração, os autores encontraram que o Q de Tobin, primeiro, aumenta, depois, diminui e, por fim, aumenta ligeiramente.

No Brasil, Leal, Silva e Valadares (2002) encontraram que, das 225 empresas de capital aberto listadas na Bovespa no ano de 1998 e não controladas pelo governo, 155 empresas (69%) tinham seu controle centralizado em um único acionista. Silveira (2004) constatou que a qualidade da governança corporativa diminui à medida que se aumenta a influência do acionista controlador no que tange ao direito ao voto e à desproporcionalidade entre o direito ao voto e ao fluxo de caixa.

Apesar de o estudo de Silveira (2004), corroborado pelo estudo de Okimura, Silveira e Rocha (2007), indicar que o mercado brasileiro tende a valorizar as boas práticas de

governança com o aumento do valor da empresa, Peixoto (2012) encontrou que o mecanismo de estrutura de propriedade e controle é o menos representativo em seu índice de governança corporativa (8,29%). Adicionalmente, Peixoto (2012) demonstra que a concentração da propriedade e controle nas empresas brasileiras, ainda que alta, reduziu 16,16% entre 2002 e 2009. Essa redução se mostra positiva no sentido de se elevar a qualidade da governança corporativa.

2.2. Transparência, desempenho e risco.

Sendo a transparência um dos mecanismos de governança corporativa que, de certa forma, exerce influência em todos os outros, no âmbito nacional, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009, p.19) a define como “o desejo de conceder para as partes interessadas informações que sejam de seu interesse e não apenas as que estão impostas por disposições de regulamentos e leis”. O IBCG (2009) ainda afirma que uma transparência adequada ocasiona um “clima de confiança nas relações internas das empresas e no seu trato com terceiros”. E que, para materializar a transparência, a “organização deve realizar uma política de divulgação de informações, com as referências exigidas por lei ou regulamento”.

A transparência como instrumento de Governança Corporativa é, para Wong (2009), um dos mecanismos mais disseminados nas empresas. De acordo com o autor, a transparência tem como principais objetivos: 1 – prover informações de desempenho e risco para facilitar as decisões de investimentos nas firmas; 2 – garantir uma padronização que permita a comparação entre empresas; 3 – reduzir o conflito de agência entre *insiders* e *outsiders* através da equalização das informações; 4 – encorajar comportamentos desejáveis sem que se tenha uma regulação formal; e 5 – gerenciar conflitos de interesses entre proprietários, gestores, intermediários e demais *stakeholders*.

Sobre as possibilidades de divulgação das informações, Lanzana (2004) aponta que as empresas podem fornecer informações através de “seus relatórios financeiros, análise de discussão por parte dos gestores, notas de rodapé e demais documentos exigidos pelos órgãos reguladores”. O autor ainda acredita que a abertura de informações é um fator relevante para o funcionamento do mercado de capitais eficiente.

Castro Júnior, Conceição e Santos (2011) adicionam que, para incentivar um maior nível de transparência nas companhias, após a implantação da lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) em 2002, nos Estados Unidos, outros países enrijeceram a legislação do mercado de capitais através dos órgãos reguladores. O mesmo ocorreu em 2000, no Brasil, com a instituição, pela

BM&F Bovespa, dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Ainda com relação à SOX, Andrade e Rossetti (2006) complementam que, além da transparência (*disclosure*), os benefícios dessa legislação podem ser condensados em outros três grandes grupos: o *compliance* (conformidade legal), a *accountability* (prestação de contas) e o *fairness* (senso de justiça).

Ainda que exista um *enforcement* legal, Bueno (1999) argumenta que a divulgação das informações não precisa ser, necessariamente, legal ou formal, podendo ocorrer de forma voluntária ou informal; “o importante é que as informações sejam as mesmas para todos, evitando a práticas de informações privilegiadas”. Segundo o autor, mesmo com o reconhecimento por parte de alguns controladores da importância da divulgação e transparência das informações, isso não reduz seu conflito com os analistas de mercado, visto que eles acreditam que alguns dados são considerados estratégicos e, quando divulgados, podem expor aos concorrentes os pontos fracos das empresas.

Nesse mesmo sentido, Leuz e Verrecchia (2000) discutem sobre a importância de um compromisso com a divulgação das informações pelos gestores versus a divulgação voluntária dessas informações. Para os autores, o compromisso com a divulgação é uma decisão *ex ante* de prover as informações, independentemente, de seu conteúdo. Já a divulgação voluntária é uma decisão *ex post* de compartilhar as informações após o conhecimento do conteúdo das mesmas.

Partindo para a transparência contábil-financeira, Bushman e Smith (2003) definem que a governança da informação contábil-financeira permite a avaliação das oportunidades de investimento em uma economia, por parte dos gestores, na escolha de projetos e, por parte dos investidores, na alocação de recursos, permitindo, assim, a redução da assimetria de informações e da expropriação das riquezas dos investidores por parte dos gestores, reduzindo o risco dos investimentos.

O estudo de Lanzana (2004) corrobora com o raciocínio de que a informação contábil reduz a assimetria entre os investidores e minimiza o risco dos acionistas, o que possibilita o aumento dos fundos para o mercado de capitais e, conseqüentemente, reduz o risco de liquidez.

Skinner (1993) expõe que os gestores recebem incentivos para elevar o nível de *disclosure* quando as ações da empresa estão sobrevalorizadas, divulgando notícias ruins para evitar problemas legais. Por outro lado, quando as notícias divulgadas são boas e as ações estão subavaliadas, os gestores então aumentariam a qualidade da informação fornecida ao mercado, para aumentar a credibilidade da empresa, resolvendo o problema da subavaliação.

A literatura oferece diversas linhas de entendimento e mensuração da transparência, tais como: Lanzana, Silveira e Famá (2006) e Malacrida e Yamamoto (2006), tratando de *disclosure*; Fernandes e Ferreira (2008), Lopes e Walker (2008) e Dalmácio (2009), abordando a transparência, qualidade e acurácia das informações divulgadas; e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), pesquisando sobre assimetria de informações. Contudo, uma que se destaca como uma *proxy* para a transparência é a de gerenciamento de resultados/lucros (*earning management*).

Em sua revisão sobre o gerenciamento de resultado no Brasil (transparência dos lucros), Martinez (2013) ressalta que o “gerenciamento de resultados pode ser dividido em categorias: gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO)”. O autor complementa dizendo que “as decisões operacionais têm impacto direto no fluxo de caixa da entidade, enquanto que os *accruals* não guardam, necessariamente, essa relação”.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) desenvolvem 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. Dessa forma, os autores concluem que, quanto maior o nível de transparência e o *enforcement* legal de um mercado, por consequência, os minoritários estarão mais protegidos e, por isso, existe menos manipulação de resultados por parte dos gestores e dos majoritários.

Buscando investigar o efeito marginal de incentivos ao nível das empresas sobre o ambiente institucional (*enforcement* legal) do país, Lopes e Walker (2008) utilizam-se de um índice de governança corporativa desenvolvido por eles e de quatro propriedades dos relatórios contábeis (relevância do valor, pontualidade, conservadorismo e gerenciamento de resultados) calculados com base nos relatórios financeiros das empresas listadas na BM&F Bovespa, nos anos de 1998 a 2004. A partir daí, os autores encontraram resultados que sugerem que a governança em nível de empresa exerce uma influência significativa sobre as propriedades dos números contábeis apresentados por empresas brasileiras. Ainda de acordo com Lopes e Walker (2008), isso faz com que a qualidade dos lucros das empresas brasileiras com boa governança fosse semelhante à qualidade previamente relatada para as empresas sediadas em países com alto *enforcement* legal.

A partir de uma pesquisa com 401 executivos de finanças e entrevistas em profundidade com outros 20 executivos, Graham, Harvey e Rajgopal (2005) identificaram que o gerenciamento de resultados via suavização dos lucros é tão forte que 78% dos entrevistados desistiriam de valor econômico em troca de lucros suavizados. Além disso, 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.

Com foco no desempenho, espera-se que, quanto mais transparentes forem as informações prestadas por uma empresa, melhor será o seu desempenho. Lameira (2007) comprova estatisticamente essa relação ao correlacionar a governança corporativa – medida através de um questionário de 20 perguntas binárias sobre os cinco instrumentos de governança – com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA), a Margem *EBIT-to-Sales* (ETS) e *Market-to-Sales* (MTS). Dessa forma, Lameira (2007) encontra uma relação estatisticamente significativa e positiva entre o índice de governança e o *EBIT-to-Sales* e o *Market-to-Sale*. Além disso, o autor destaca que variações dos índices de governança se relacionaram positivamente com aumentos de rentabilidade e margem e, negativamente, com o valor. Isso levou Lameira (2007, p. 109) a concluir que esses dois conjuntos de resultados combinados “permitem se inferir que as empresas com maiores índices de governança têm maiores margens e valor e menores rentabilidades; contudo, variações do índice de governança estiveram positivamente relacionadas com rentabilidade e margem”. Todos esses resultados são mantidos quando se toma como base de análise somente o subíndice de transparência elaborado pelo autor.

Medindo o desempenho através do Q de Tobin, do Retorno sobre o Ativo e pelo Retorno das Ações, Bohren e Odegaard (2004) também concluíram que a qualidade da governança das empresas não financeiras listadas na bolsa de Oslo, entre 1989 e 1997, é relevante para o desempenho econômico. Ainda que haja a ressalva pelos autores de que a escolha da variável e o tempo da amostragem influenciem na força da relação entre as variáveis, os resultados apontam para um relacionamento significativo e positivo entre a governança e o desempenho.

Silva e Carvalho (2009) cumpriram essa missão ao relacionar o desempenho (financeiro e “dentro de campo”) com a transparência das demonstrações financeiras dos clubes que disputaram a primeira divisão do campeonato brasileiro de futebol no ano de 2004. Medindo a transparência através da evidenciação das demonstrações financeiras, e testando sua correlação – por meio do coeficiente de correlação ordinal – com o resultado financeiro da Demonstração de Resultado (DRE) dos clubes, os resultados do estudo indicaram que os

clubes que evidenciam suas demonstrações contábeis em maior grau são essencialmente os mesmos que apresentam melhores resultados no campo e em termos financeiros.

Já Rolim (2009) realizou uma comparação entre o desempenho e o valor de mercado de empresas não financeiras familiares e não familiares listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2002 e 2007. O estudo utiliza como variáveis de desempenho o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno sobre o Ativo (ROA) e, como qualidade de governança, a adesão dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa (NDGC) e, ainda, como ferramentas de análise, a variância de um fator (ANOVA *One-Way*) e de dois fatores (ANOVA *Two-Way*). O autor conclui que as companhias familiares brasileiras, presentes em alguns dos NDGC, apresentam um melhor desempenho frente às demais empresas não familiares presentes nos mesmos segmentos.

Em seus estudos, Peixoto (2012) não encontrou relações significantes entre o seu índice de governança e o desempenho (medido por um indicador de desempenho – IPC5 – obtido através da análise de componentes principais das variáveis Margem Líquida, Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA) e EBIT/vendas). Em momentos de crises locais, porém, foi captada uma associação positiva e significativa entre a governança e o desempenho, demonstrada através das empresas com adesão aos NDGC no estrato do Novo Mercado que apresentaram IPC5 mais elevado.

Contudo, há que se considerar que a literatura não é unânime com relação à associação positiva entre governança corporativa e desempenho. Dami (2006) utilizou como amostra de seu estudo as empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 1997 e 2001. Como resultado, a autora não encontrou nenhuma relação significativa entre governança e desempenho, que foi mensurado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Já Macedo e Corrar (2012) analisaram o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem essa característica, através da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil, no período de 2005-2007. Tendo como variáveis de desempenho lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização, os autores concluem que, para o ano de 2005, as empresas com boas práticas de governança possuem desempenho superior. Contudo, para os anos de 2006 e 2007, os resultados estatísticos não indicam diferenças no desempenho contábil-financeiro dos dois grupos de empresas.

Também para o setor elétrico, Alves, Ribeiro e Mantese (2007), utilizando-se do Índice de Sharpe (IS) como indicador de desempenho, estabeleceram uma comparação entre

os índices obtidos pelas empresas de energia elétrica que são listadas nos NDGC da BM&F Bovespa para o ano de 2006 e o mesmo índice para as empresas que fazem parte do IEE (Índice de Energia Elétrica) da Bolsa, mas não estão listadas em níveis de governança corporativa. Como resultado, os autores encontraram que as empresas com melhor governança (listadas nos NDGC) apresentaram um desempenho inferior ao das empresas não listadas nos NDGC. Por outro lado, o risco da carteira das empresas listadas nos NDGC, medido pelo desvio padrão dos retornos das empresas, foi menor que o risco da carteira das empresas não listadas nesses níveis diferenciados.

Esse resultado evidencia que, ao contrário do desempenho, 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 (2008) prova estatisticamente essa relação através de regressões entre um índice de governança proposto e validado por ela e a taxa de retorno ajustada ao risco. Em seu trabalho, Correia (2008) utilizou um painel balanceado com as informações de 242 empresas não financeiras negociadas na BM&F Bovespa, entre os anos de 1997 e 2006, para calcular um índice de governança corporativa (IGC) que, através da análise de componentes principais, mede a qualidade dos cinco mecanismos de governança corporativa para empresas brasileiras. Nesse índice, o mecanismo de transparência foi o mais representativo, contribuindo com cerca de 40% do total do indicador. Após a elaboração do índice, a autora fez sua validação contra indicadores que refletem a confiança dos investidores. A autora encontrou, como resultado, 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.

Com resultados nesse mesmo sentido, Malacrida e Yamamoto (2006) comparam o nível de evidenciação de informações contábeis das 42 empresas que compunham o IBOVESPA, no ano de 2002, com a volatilidade de suas ações. Os autores concluem que empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis (*proxy* para transparência) apresentam menor volatilidade média dos retornos de suas ações (*proxy* para risco).

Menos representativa que no estudo de Correia (2008), a transparência, na pesquisa de Peixoto (2012), contribuiu com 17,53% do índice de governança corporativa. Contudo, conforme destacado por Peixoto (2012), os níveis de transparência das empresas brasileiras pertencentes ao estudo aumentaram ao longo do tempo, saindo de uma média de 38,1%, em

2000, para uma média de 41,1%, em 2009. Por outro lado, nos momentos de crises locais, a transparência passa a ser o segundo mecanismo de governança mais representativo no índice.

Em outro estudo nacional, Lameira (2007) relaciona a governança corporativa com o risco através das variáveis beta, beta contra o S&P 500, volatilidade do retorno das ações, risco não sistemático, custo médio ponderado de capital e a diferença entre o retorno da ação e o retorno da renda fixa. Da mesma forma que o estudo de Skaife, Collins e LaFond (2004), o qual serviu como base de referência, Lameira (2007) encontrou uma relação negativa e significativa entre governança corporativa e risco. Como variáveis de controles dessas regressões, destacam-se o beta, o tamanho da empresa a alavancagem financeira e o valor *market-to-book*. Esse mesmo resultado é encontrado quando se analisa o subíndice de transparência no trabalho de Lameira (2007). Evidenciando que empresas com melhores informações possuem menores riscos na percepção o mercado, o estudo de Lameira (2007) associou uma melhor transparência com menor risco idiossincrático e custo implícito de capital.

Por outro lado, em uma pesquisa que buscava relacionar governança corporativa com o custo de capital próprio de empresas brasileiras, Salmasi (2007) encontrou uma relação positiva e significativa entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa e o custo de capital próprio quando se utilizou o beta do CAPM. Contudo, alterando a *proxy* do custo de capital próprio para o beta do modelo de três fatores de Fama e French, os resultados obtidos foram não significantes. Apesar de, no estudo de Salmasi (2007), o beta do CAPM ter sido utilizado como *proxy* do custo do capital próprio, essa variável também é utilizada como *proxy* do risco sistemático da empresa, conforme trabalhos de Skaife, Collins e LaFond (2004), Lameira (2007) e Peixoto (2012).

Alves, Gonçalves e Peixoto (2014), estudando 272 empresas não financeiras listadas na BMF&F Bovespa, entre os anos de 2002 e 2013, encontraram relação significativa e positiva entre transparência e beta, corroborando com Salmasi (2007), e uma associação significativa e negativa entre transparência e WACC, seguindo os achados de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007). Assim, os autores inferem que uma maior qualidade da governança corporativa pode resultar no aumento do custo do capital próprio e, em contrapartida, na redução do custo de capital de terceiros, de tal forma que o custo médio ponderado de capital da firma seja reduzido.

Outra linha de estudos indica que a escolha das empresas de auditoria externa também podem colaborar para o aumento da transparência e conseqüente redução do risco. Armstrong, Guay e Weber (2010) concluem que a alta qualidade da auditoria externa é associada a uma

menor incidência de litígio, a uma menor incidência de erros contábeis e a relatórios de auditoria mais informativos.

Complementando, Almeida e Almeida (2009) analisaram a relação entre as firmas de auditorias contábeis e a sua capacidade para mitigar *earnings managements* no mercado de capital brasileiro. Utilizando uma amostra de 1.414 empresas-ano, no período de 1999 a 2005, os resultados encontrados pelos autores indicam que as empresas auditadas pelas *Big Four* possuem menor grau de *accruals* discricionários em relação às demais, sugerindo a capacidade para mitigar práticas de *earnings management*.

No Quadro 1, encontra-se um resumo dos principais trabalhos utilizados para embasar este estudo.

Quadro 1 – Resumo dos principais trabalhos utilizados para embasar esse estudo

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Almeida e Almeida (2009)	Transparência e gerenciamento de resultados.	Qual é a relação entre firmas de auditoria e suas capacidades para mitigar earnings management?	Amostra com 1.414 observações para o período de 1999 até 2005, segregada em 897 observações das companhias auditadas pelas <i>Big Four</i> e 517 de companhias auditadas pelas demais firmas. Utilizou-se o modelo KS com técnica de variáveis instrumentais e testes não paramétricos para analisar a diferença entre os dois agrupamentos de auditoria.	Accrual balance.	Receita, despesas, ativo permanente e dummy para companhias abertas auditadas pelas Big Four.	Empresas auditadas pelas <i>Big Four</i> possuem menor grau de <i>accruals</i> discricionários em relação às demais, sugerindo a capacidade para mitigar práticas de <i>earnings management</i> .
Alves, Ribeiro e Mantese (2007)	Governança corporativa e Desempenho.	Qual é o impacto da Governança Corporativa na atratividade das ações das empresas do setor elétrico?	Foram comparadas, pelo Índice de Sharpe, duas carteiras hipotéticas de empresas listadas no IEE: uma que inclui empresas que são listadas nos mercados diferenciados da Bovespa e outra formada por empresas não listadas nos mercados diferenciados com os dados de 2006.	Índice de Sharpe.		As empresas do setor elétrico nos mercados diferenciados da Bovespa não apresentaram melhor desempenho em 2006 que as empresas do setor com ações não listadas em níveis de governança corporativa .
Alves, Gonçalves e Peixoto (2014)	Transparência e risco	Qual a relação existente entre o nível de transparência e o risco das empresas não-financeiras negociadas na BM&FBovespa entre os anos de 2002 a 2012?	Amostra com 1.728 observações de empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2002 e 2012. Utilizou-se regressões com dados em painéis para analisar a relação entre transparência e risco.	Beta do CAPM e Custo médio ponderado de capital no tempo corrente e em $t+1$.	Variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), volatilidade, beta, book-to-market, valor de mercado, liquidez e adesão aos NDGC.	Os resultados revelam uma relação positiva entre transparência e beta e uma associação negativa entre transparência e WACC. Infere-se que uma maior qualidade da governança corporativa pode resultar no aumento do custo do capital próprio e, em contrapartida, na redução do custo de capital de terceiros, de tal forma que o custo médio ponderado de capital da firma seja reduzido.

...continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Bohren e Odegaard (2004)	Governança corporativa e Desempenho.	Como se relaciona GC e desempenho?	Amostra com todas as empresas listadas na bolsa de Oslo entre os anos de 1989 e 1997. Estimacões com regressões simples e multivariadas utilizando MQO GMM e equações simultâneas.	Q de Tobin, ROA e Retorno das Ações	Variáveis de Estrutura de propriedade e controle, tamanho do conselho, estrutura de capital, setor, investimento, volatilidade, beta, etc.	Resultados revelam que a GC influencia o desempenho econômico. A concentração da propriedade externa destrói valor mais mercado e que o desempenho diminui com o aumento do tamanho do conselho, da alavancagem e do <i>payout</i> . Sugere que a falta de resultados significantes pode sugerir o subdesenvolvimento teórico de como a GC se interage com o desempenho.
Castro Junior, Conceição e Santos (2011)	Transparência e Custo de capital próprio	Qual é a relação entre o nível de disclosure voluntário de informações e custo de capital próprio de empresas brasileiras não financeiras?	Regressão do Disclosure em t contra o Beta do CAPM em t+1 utilizando MQO com os dados de 46 empresas listada na BOVESPA nos anos de 2004, 2005 e 2006.	Beta do CAPM	Índice de <i>Disclosure</i> desenvolvido por Lanzana (2004), Market-to-book, liquidez em bolsa, NDGC, ativo, receita líquida, alavancagem.	Resultado demonstra que as empresas que mais divulgam informações voluntariamente conseguem captar capital próprio a uma taxa mais barata.
Correia (2008)	Governança Corporativa (construção de índice), desempenho e risco.	Que mecanismos de GC provenientes da teoria da agência se aplicam ao contexto brasileiro? Como construir e validar um índice de governança para as empresas no Brasil?	Amostra com 242 empresas da BM&FBovespa, no período de 1997 a 2006. Construiu um Índice (IQG), através da análise dos componentes principais, com 5 dimensões de GC (composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e de controle, modalidades de incentivos aos administradores, proteção aos minoritários e transparência das informações publicadas). Validou o índice através de regressão com dados em painéis e análise de variância.	Q de Tobin e taxa de retorno ajustada ao risco.	IQG, receita bruta anual, liquidez das ações, retorno sobre o patrimônio líquido, tamanho da empresa, alavancagem financeira, índice valor patrimonial por ação/preço, etc.	Relação positiva e significante entre o IQG e o Q deTobin. Relação significante e negativa IQG e a Taxa de retorno ajustada ao risco. 74% do IQG estão representados pelas dimensões transparência (39%) e proteção aos minoritários (35%).

...continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Dami (2006)	Estrutura de propriedade, desempenho e valor.	No contexto da governança corporativa, existe relação entre estrutura de propriedade, variáveis de desempenho financeiro e valor de companhias brasileiras não-financeiras? Quais são os principais determinantes da concentração de propriedade destas empresas?	Amostra de 176 empresas não financeiras listadas na BOVESPA entre os anos de 1999 e 2001. Aplicou análise de variância e regressões múltiplas por MQO com os coeficientes padronizados, alternando as variáveis dependentes (desempenho e estrutura de propriedade)	Variáveis de desempenho e de estrutura de propriedade são alternadas como variáveis dependentes e independentes. Desempenho: ROE e Q de Tobin; Estrutura de propriedade: concentração do direito de controle do principal acionista; concentração do direito de controle dos 3 principais acionistas; Índice de Herfindahl; coeficiente de entropia da participação dos 3 maiores acionistas; dummy para controle estrangeiro e nacional.	Altera variáveis de desempenho e estrutura de propriedade. Controla por valor contábil ativo total, desvio padrão do ROE); estrutura de capital (PL/AT); taxa média de crescimento da RL; intensidade de capital (AT/RL).	Tamanho da firma, a instabilidade da rentabilidade e a regulação de mercado são importantes determinantes da concentração de propriedade. Demais variáveis não exercem influência significativa sobre o desempenho e o valor.
Gompers, Ishii e Metrick (2003)	Governança Corporativa (construção de índice) e Desempenho.	Existe relação entre os direitos dos acionistas e o desempenho das empresas?	Amostra com cerca de 1.500 grandes empresas, no período de 1990 a 1999. Com o modelo de quatro fatores de Carhart (1997) estima o retorno excedente mensal entre as carteiras democráticas (com maiores direitos de acionistas atendidos) e ditatoriais (com menores direitos de acionistas).	Diferenças de retornos mensais entre as carteiras democráticas e as carteiras ditatoriais; gastos de capital (sobre ativos e sobre vendas); número de aquisições da empresa e taxa de aquisições; Q de Tobin; margem de lucro líquido; ROE; crescimento nas vendas.	Índice G de governança (criados pelo estudo) ou sub-índices do mesmo, book to market; liquidez; dummy para empresas negociadas na Nasdaq; preço da ação ao final do mês; tamanho, taxa de dividendos, etc.	Estratégia de investimento com compra de empresas democráticas e venda das ditatoriais obteriam ganhos anormais de 8,5% por ano durante o período estudado. Constataram que as empresas com maiores direitos de acionistas tiveram seu valor mais elevado, maiores lucros e maior crescimento das vendas.
Klapper e Love (2002)	Determinantes da Governança Corporativa, sistema legal e desempenho.	Quais são os fatores determinantes da GC ao nível da firma? Empresas que atuam em países com sistemas legais eficientes apresentam maior qualidade de GC? Qual a relação entre qualidade da GC e desempenho das empresas?	Amostra com 374 empresas em 14 países no ano de 1999. Regressão utilizando o Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para o ano de 1999.	Índice de GC medido pelo questionário da CLSA; Q de Tobin e ROA.	Legalidade, eficiência judicial, direitos dos acionistas, tamanho da firma, tangibilidade das operações, dummy para ADRs, dummy para país.	Em ambientes com baixa proteção legal aos investidores as boas práticas de GC são mais importantes. Concluem que empresas com maior proporção de intangíveis, maiores oportunidades de crescimento e emissoras de ADRs apresentam em média maior qualidade de GC.

.....continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Lameira (2007)	Governança Corporativa (construção de índice), risco, desempenho e valor.	Como a adesão a melhores práticas de governança corporativa se relaciona com os desempenhos e riscos das companhias abertas brasileiras, percebidos pelo mercado?	Desenvolveu um Índice de GC (IGC) com 20 perguntas binárias e fez regressões simples e múltiplas e equações estruturais com dados em painéis. Amostra com empresas cujas ações, listadas na Bovespa, apresentem liquidez e volatilidade diferentes de zero (0) nos meses de abril dos anos 2002, 2003, 2004, 2005 e 2006. Além disso, o volume financeiro de negócios em bolsa igual ou superior a 0,01% do volume financeiro dos negócios envolvendo as ações da empresa de maior negociação na Bovespa.	ROA, ROE, market-to sales, EBIT-to-sales, beta local, beta S&P 500, volatilidade, custo médio ponderado de capital, diferença entre o retorno da ação no mercado e o retorno da renda fixa no mesmo período); IGC; market-to-book.	IGC, avangagem operacional, endividamento, tamanho da empresa, investimentos, alavancagem financeira, liquidez, market-to-book, tempo de experiência societária, tamanho do conselho, identidade do controlador (privado ou estatal), emissão de ADRs 2 ou 3, adesão aos níveis diferenciados de GC, % ações ON em posse do controlador, % ações ON e PN de posse do controlador.	Relação significativa e positiva entre a GC e dispersão do capital ordinário, participação do controlador no capital total; tamanho do conselho, menores riscos, maiores margem; emissão de ADR níveis 2 ou 3; patrimônio.
Lanzana (2004)	Governança Corporativa e Transparência (disclosure).	qual é a relação (complementar ou substituta) entre disclosure e GC?	Regressões MQO e Tobit com dados de 161 empresas listadas na Bovespa no ano de 2012.	Índice de Disclosure criado a partir de 33 itens, divididos em 4 dimensões: (1) Informações gerais e não financeiras; (2) Informações financeiras; (3) Análise de tendências e análise gerencial e (4) Risco, criação de valor e projeções	5 variáveis de GC: 2 de Estrutura de propriedade - direito de controle, diferença entre defeito de controle e ao fluxo de caixa; e 3 do Conselho - quantidade de membros, independência e presidente da empresa ocupando o cargo de presidente do conselho. Tipo de acionista controlador, Setor, Tamanho, Endividamento, Liquidez, Q de Tobin.	Os resultados não apontaram exclusivamente para complementação ou substituição entre disclosure e a GC. A estrutura de propriedade indica uma relação de substituição entre governança e <i>disclosure</i> , ao passo o conselho aponta para uma relação complementar.
Leuz, Nanda e Wysocki (2003)	Gerenciamento de resultados e proteção de investidores.	Qual é a relação entre o gerenciamento de resultados e a proteção dos investidores?	Teste de diferenças de médias e regressões lineares (OLS e 2SLS) em uma amostra com 8.616 empresas de 31 países entre os anos de 1990 e 1999.	Variáveis (5) de gerenciamento de resultados.	Direitos dos investidores externos, enforcement legal, benefícios privados de controle, regras de accruals e concentração de propriedade.	O gerenciamento de resultados possui relação significativa e negativa com a proteção dos investidores. Os resultados sugerem a existência de endogeneidade entre GC e a qualidade dos lucros reportados.

...continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Lopes e Walker (2008)	Governança Corporativa (construção de índice) e a qualidade dos relatórios financeiros.	Qual é a importância relativa dos incentivos ao nível das empresas na definição das propriedades de relatórios contábeis?	Regressões múltiplas em uma amostra bianual de 1.632 empresas-ano listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 1998 e 2004.	4 propriedades da qualidade dos lucros reportados: 1-relevância do valor, 2-conservadorismo, 3-pontualidade e; 4-earning management.	Índice de Governança corporativa (criado para o estudo) e seus subíndices, Lucro por ação, <i>Dummy</i> de ADR, Debit-to-equit, Price-to-book e tamanho.	Listagem cruzada nas bolsas do Brasil e NY e CG possuem relação positiva com a relevância dos lucros, o conservadorismo, a oportunidade. Gerenciamento de resultados possui relação negativa com a composição do conselho.
Macedo e Corrar (2012)	Governança Corporativa e Desempenho.	Existe diferença estatisticamente significativa entre o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica?	As 42 empresas do setor elétrico foram divididas em 2 grupos de acordo com presença de boas práticas de governança corporativa. Aplicou-se o teste de diferenças de médias de Mann-Whitney para avaliar o desempenho médio (que foi obtido através da análise envoltória de dados - DEA - das informações financeiras dos anos de 2005, 2006 e 2007).	----	----	Em linhas gerais pode-se concluir que as empresas com boas práticas de governança corporativa têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Porém analisando separadamente os anos de 2006 e 2007 não se pode afirmar que os desempenhos médios são diferentes.
Malacrida e Yamamoto (2006)	Nível de evidenciação dos dados contábeis e a volatilidade do retorno das ações.	O nível de evidenciação das informações econômico-financeiras tem relação com a volatilidade do retorno das ações das empresas que compõem o Índice Bovespa?	As 42 empresas que compuseram o IBOVESPA em 2002 foram divididas em 3 grupos distintos de acordo com os níveis de evidenciação. Depois aplicou-se testes estatísticos com o propósito de se verificar a existência de diferenças significativas entre o nível de evidenciação das empresas e a volatilidade do retorno das suas ações.	----	----	Maior nível médio de <i>disclosure</i> (evidenciação de informações) implica menor volatilidade média do retorno das ações para a amostra estudada. Demonstraram que os investidores estariam dispostos a pagar um preço mais alto por ações de empresas mais transparentes.
Peixoto (2012)	Governança Corporativa (construção de índice), crise, desempenho, valor e risco.	Qual é a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho/valor/risco de empresas brasileiras em momentos de crise e de não-crise?	Desenvolveu um índice de GC e utilizando-o regressões com dados em painel desbalanceados formado por empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, no período de 2000 a 2009.	Desempenho: IPC5 (índice de componentes principais dos indicadores: margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/ativo total e EBIT/vendas); Valor: Q Tobin, Market-to-book (PL e Ativo), Retorno livre de risco; Risco: beta e WACC.	Índice de GC criado para o estudo e seus subíndices, NDGC, Crise, Valor de mercado, Alavancagem financeira, ROE, Liquidez em bolsa, Volatilidade, etc.	Relação negativa entre GC e Q Tobin e Market-to-book (PL e Ativo). Relação positiva entre GC e Taxa de retorno ajustada ao risco e beta.

....continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Rolim (2009)	Desempenho e Valor em empresas familiares e não-familiares	Empresas familiares de capital aberto, listadas em NDGC da Bovespa, apresentam melhor desempenho que as empresas não-familiares presentes nos mesmos segmentos de listagem?	Utilizando análise a variância de um fator (ANOVA One-Way) e de dois fatores (ANOVA Two-Way) relacionou desempenho, valor e transparência para 159 empresas não financeiras familiares e não familiares listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2002 e 2007.	ROA, ROE, Q do Tobin e Price Book Value.	Níveis diferenciado de governança corporativa da BM&F Bovespa, Tamanho, Crescimento das Vendas, EBIT/Ativo, Variação do Lucro/Venda/EBIT por Ação, Alavancagem financeira, etc.	Empresas familiares brasileiras, presentes em alguns dos NDGC apresentam um melhor desempenho frente às demais empresas não familiares presentes nos mesmos segmentos.
Salmasi (2007)	Custo de capital e Governança Corporativa.	A adoção de boas práticas de Governança Corporativa contribuem para a redução do custo de capital das empresas?	Regressões lineares com dados das empresas de capital aberto, ativas, não financeiras, presentes na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), com ações negociadas entre julho de 2005 e junho de 2006.	Custo de capital próprio (CAPM e pelo modelo de três fatores de Fama & French).	Dummy para adesão a algum nível diferenciado de GC, alavancagem financeira, alavancagem operacional, tamanho da empresa, intangibilidade da empresa, tempo de abertura do capital em bolsa.	Constatou que o custo de capital possui relação positiva e significativa com a GC. Possíveis explicações: 1 - empresas que aderem aos níveis de GC já são mais arriscadas ou 2 - se as empresas com GC vão apresentar maior retorno, elas também terão maior risco.
Silva e Carvalho (2009)	Transparência e Desempenho.	Existe relação entre transparência e desempenho dos clubes de futebol da 1a divisão do campeonato brasileiro?	Análise das demonstrações contábeis do exercício de 2004, de 17 clubes participantes do campeonato brasileiro de 2004 buscando a correlação (Spearman e Kendall) entre nível de evidênciação e o desempenho financeiro e "dentro de campo".	Evidênciação (medido por 6 tipos de informação), Lucro Líquido e Classificação ao final do campeonato brasileiro de futebol.		Os resultados indicaram que os clubes que evidenciam suas demonstrações contábeis em maior grau são essencialmente os mesmos que apresentam melhores resultados no campo e em termos financeiros.
Silveira (2004)	Governança Corporativa (construção de índice), Estrutura de propriedade e Desempenho.	Quais são os fatores determinantes da GC? Quais são os fatores determinantes da estrutura de propriedade? A GC influencia o desempenho corporativo?	Amostra de 161 empresas entre os anos de 1998 e 2002. Usou regressões simples, múltiplas e equações simultâneas para testar se a GC influencia no desempenho, tratando GC como variável exógena ou endógena.	Q de Tobin, <i>Firm value</i> , LOPAT, LOAT, LAJIRDA.	IGOV; dummy para CEO e presidente do conselho sendo a mesma pessoa, tamanho do conselho, independência do conselho, direito de controle, direito sobre o fluxo de caixa, dívida total/ativo total, identidade do acionista controlador; liquidez, <i>payout</i> ; crescimento das vendas nos últimos 3 anos; emissão de ADRs, etc.	Existe causalidade reversa entre desempenho e GC. Constatou que empresas com menor concentração de direito de voto no acionista controlador, menor endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho e com ações mais líquidas, apresentaram melhor desempenho.

...continuação

Trabalho	Tema	Problema de Pesquisa	Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes e de Controle	Resultados
Skaife, Collins e LaFond (2004)	Governança Corporativa e Custo de capital próprio.	Em que medida os atributos de governança, que visam mitigar o risco agência, afetam o custo de capital das empresas?	Regressões lineares com informações de mais de 5.300 empresas-ano no período de 1996 a 2002.	Custo de capital próprio (média do retorno esperado).	Atributos de GC (qualidade da informação financeira, estrutura de propriedade, direitos dos acionistas e estrutura do conselho), Beta, tamanho e <i>Market-to-book</i> .	Empresas com melhor governança (mais transparentes, com comitês de auditoria mais independentes e com capital mais disperso) apresentam menor risco agência para os acionistas, resultando em menor custo de capital próprio.
Wong (2009)	Análise dos usos e limites dos instrumentos de GC convencionais.	Quais são as alternativas viáveis para evoluir os mecanismos convencionais de GC?	O autor discutiu até que ponto os mecanismos convencionais de GC têm sido eficazes e analisou os limites de sua aplicação através do levantamento de casos em que eles não funcionaram como previsto.	Analisou a Transparência, o Monitoramento independente pelo conselho de administração, o Alinhamento econômico, o Direito dos acionistas e a Responsabilização financeira dos gestores.		Propôs 4 alternativas para melhorar o uso de ferramentas específicas e sugeriu como certas questões de governança deve ser abordada.

Fonte: Elaborado pelo Autor

Com isso, observando-se a transparência como um dos mecanismos de Governança Corporativa – sendo mensurada nesta pesquisa através de variáveis de gerenciamento de resultados – e baseando-se na literatura já desenvolvida (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; LAMEIRA, 2007 e PEIXOTO, 2012), 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 (2007), é esperada uma relação negativa entre transparência e risco.

2.3. Comércio eletrônico

A Internet revolucionou o mundo das comunicações como nada antes. Ela é, ao mesmo tempo, uma capacidade mundial de radiodifusão, um mecanismo de disseminação de informação e um meio para colaboração e interação entre indivíduos e seus computadores, independentemente, de localização geográfica (LEINER *ET AL*, 2003).

Como se descreverá adiante, enquanto negócio, a Internet (comércio eletrônico) tem uma história relativamente recente. Assim, 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.

Apesar de encomendada pelo Departamento de Defesa Americano para alguns grupos de pesquisas de universidades americanas, na década de 1960, foi no ambiente acadêmico que a Internet como se conhece hoje encontrou um terreno fértil para se desenvolver (TAKAHASHI, 2000).

Como um produto elaborado para a Guerra Fria, aspectos interessantes do ponto de vista militar, como a ausência de nodo central, flexibilidade de arquitetura, redundância e capacidade de reconfiguração dinâmica, possibilitaram que a tecnologia desenvolvida se espalhasse amplamente e a baixíssimo custo pelo ambiente acadêmico norte-americano (TAKAHASHI, 2000).

Em Outubro de 1969, foi enviada a primeira mensagem *host-to-host* do *Network Measurement Center* na Universidade da Califórnia (UCLA) para o *Stanford Research Institute* (SRI), utilizando linhas de 50Kbps. Posteriormente, com a incorporação dos servidores da Universidade de Santa Bárbara e da Universidade de Utah a essa rede, surgiu a denominada ARPANET (devido ao projeto ARPA – *Advanced Research Project Agency* – inicialmente patrocinado pelo Pentágono), germinando assim a Internet (LEINER *ET AL*, 2003).

De acordo com Glowniak (1998), no início na década de 1980, o desenvolvimento de padrões de protocolos de comunicação, principalmente, o TCP/IP, possibilitou que qualquer computador, independentemente, do hardware ou do sistema operacional, se conectasse na rede. Devido ao método de comunicação baseado na interconectividade de redes de computadores, essa estrutura passou a ser denominada Internet. Ainda de acordo com Glowniak (1998), o desenvolvimento do TCP/IP foi o que possibilitou que a Internet saltasse de 213 computadores conectados, em agosto de 1981 (doze anos após a criação da ARPANET), para cerca de 2.000, em outubro de 1985.

Outro passo essencial para a disseminação da Internet foi dado pelo pesquisador Tim Berners Lee do Laboratório Europeu de Física Quântica (CERN) quando do desenvolvimento de três componentes críticos: 1 – HTTP (*Hypertext Transport Protocol*), que permite ao navegador (*browser*) se comunicar com a rede; 2 – HTML (*Hypertext Markup Language*), linguagem na qual as páginas são escritas; e 3 – URL (*Uniform Resource Locators*), endereços que são utilizados para localizar as informações na Internet. A denominação de *World Wide Web* (WWW) surgiu em 1992 com a doação, por parte de Tim Berners Lee, de suas criações (CARVALHO, 1999, p.36).

Seguindo o mesmo caminho de desenvolvimento mundial, com apoio de instituições acadêmicas, governos e ONGs, a Internet no Brasil surgiu com a implantação, pela Rede Nacional de Pesquisa (RNP), entre 1991 e 1993, de serviços de Internet em 21 unidades federativas com baixas velocidades. Entre 1995 e 1996, esses serviços foram atualizados para velocidades mais altas (TAKAHASHI, 2000).

Em 2012, a Internet contava com mais de 2,4 bilhões de usuários, com uma penetração de 34,4% da população mundial, conforme observado no Quadro 2. Naquele ano, os norte-americanos representavam 10,19% de todos os usuários (313.847.465), fazendo com que a Internet tivesse uma penetração de 78,1% na população. Já o Brasil contribuía com 193.946.886 usuários (3,68% do total de usuários), com uma penetração na população de 45,6%.

A expansão do número de usuários fez com que a Internet trouxesse, de acordo com Magalhães (2007, p. 26), “mudanças profundas na relação das pessoas com elas mesmas, com a tecnologia, com o trabalho e com outras mídias”. Para o autor, dentre outros pontos, a Internet tornou possível a leitura de jornais de todo o mundo, facilitou a formação de uma opinião pública internacional menos dependente de pressões nacionais, facilitou a comunicação mundial, bem como possibilitou a comparação de preços de produtos entre várias lojas e países, tudo isso sem sair de casa (MAGALHÃES, 2007).

Quadro 2 – Estatísticas de uso da Internet e população

Regiões	População (2012 Est.)	Usuário de Internet Dez./2000	Usuário de Internet 2012	Penetração (% População)	Crescimento 2000-2012	% do Total de Usuários
África	1.073.380.925	4.514.400	167.335.676	15,60%	3606,70%	7,00%
Ásia	3.922.066.987	114.304.000	1.076.681.059	27,50%	841,90%	44,80%
Europa	820.918.446	105.096.093	518.512.109	63,20%	393,40%	21,50%
Oriente Médio	223.608.203	3.284.800	90.000.455	40,20%	2639,90%	3,70%
América do Norte	348.280.154	108.096.800	273.785.413	78,60%	153,30%	11,40%
<i>Estados Unidos</i>	<i>313.847.465</i>	---	<i>245.203.319</i>	<i>78,10%</i>	---	<i>10,19%</i>
América Latina e Caribe	593.688.638	18.068.919	254.915.745	42,90%	1310,80%	10,60%
<i>Brasil</i>	<i>193.946.886</i>	---	<i>88.494.756</i>	<i>45,60%</i>	---	<i>3,68%</i>
Oceania e Austrália	35.903.569	7.620.480	24.287.919	67,60%	218,70%	1,00%
Total Mundial	7.017.846.922	360.985.492	2.405.518.376	34,30%	566,40%	100,00%

Fonte: Internet World Stats (2014) – adaptado

Nota: As estatísticas sobre utilização da Internet e população mundial são de Junho de 2012. Os números sobre a população são baseados nos dados do *US Census Bureau* e agências locais. As informações de utilização da Internet são provenientes de dados publicados pela Nilsen Online, pela *International Telecommunications Union*, pela GFK, por Reguladores locais e outras fontes confiáveis.

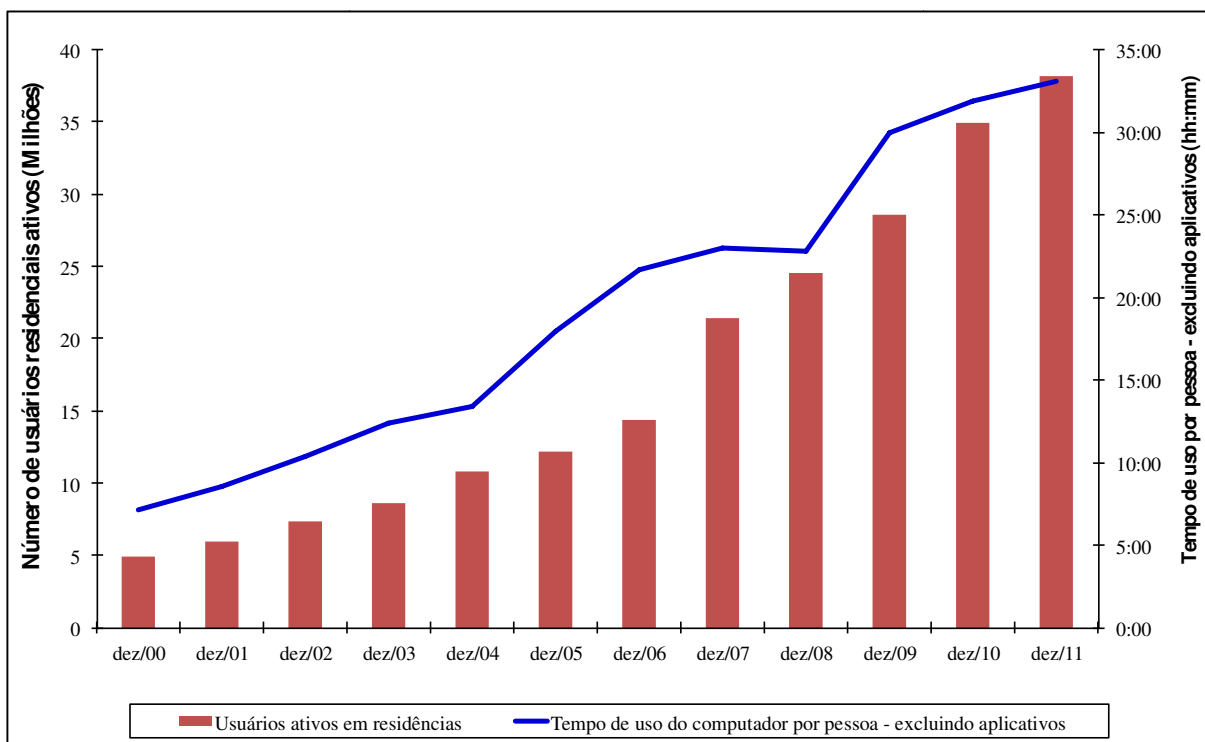
Magalhães (2007) ainda argumenta que o aumento da velocidade de conexão contribuiu para o aumento na utilização da Internet. De acordo com o IBOPE/NetRatings (2011), em dezembro de 2000, o Brasil possuía 4,9 milhões de usuários residenciais ativos, com um tempo médio de conexão de aproximadamente 7h por mês, conforme apresentado na Figura 1. Onze anos depois, em dezembro de 2011, a quantidade de usuários domésticos cresceu para 38,2 milhões, com um tempo de conexão de 33h por mês. Isso representa um aumento de mais de 3.600% no tempo total de conexão dos usuários residenciais, atingindo mais de 1,2 bilhões de horas conectadas por mês. Magalhães (2007) bem observa que, “com muito mais tempo dedicado à Internet e com maior velocidade de conexão é compreensível que o internauta convirja outras mídias para o ambiente on-line. Inclusive suas finanças e seus hábitos de compra”.

Nesse sentido, Ladeira (2000, p.9) aponta que o varejo virtual “vem como uma solução ao oferecer justamente conveniência, maior número de informações e de melhor qualidade e preços menores, entre outras diversas variáveis que podem influenciar e por vezes determinar a opção de compra virtual”.

Takahashi (2000) define *e-commerce* como parte de uma categoria de negócios mais ampla:

“As atividades econômicas que se utilizam de redes eletrônicas como plataforma tecnológica têm sido denominadas negócios eletrônicos (*e-business*). Essa expressão engloba os diversos tipos de transações comerciais, administrativas e contábeis, que envolvem governo, empresas e consumidores. E o comércio eletrônico (*e-commerce*) é a principal atividade dessa nova categoria de negócios” (TAKAHASHI, 2000, p.18).

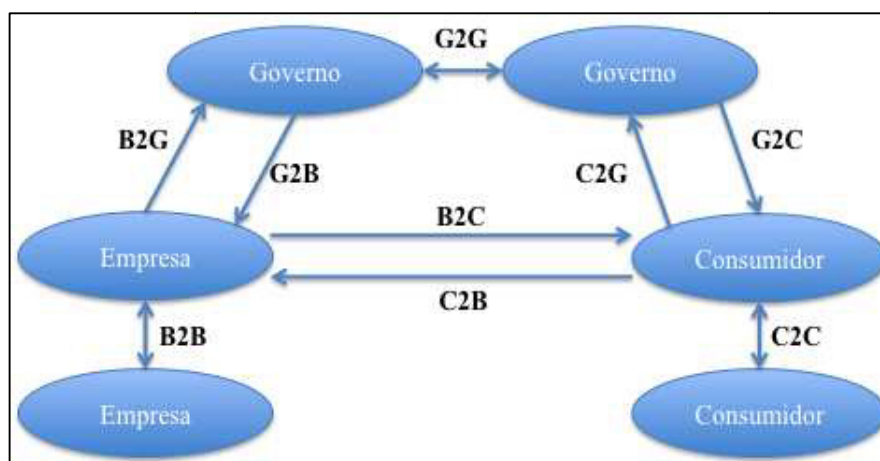
Figura 1 – Número de usuários residenciais ativos e tempo de uso por pessoa



Fonte: IBOPE/NetRatings (2011)

Esse ambiente de negócios eletrônicos (*e-business*) é esquematizado por Takahashi (2000), conforme Figura 2.

Figura 2 – Ambiente de negócios eletrônicos



Fonte: Takahashi (2000, p. 18)

Nota: B2B (*business-to-business*): transações entre empresas (exemplos: EDI, portais verticais de negócios); B2G/G2B (*business-to-government/government-to-business*): transações envolvendo empresas e governo (exemplos: EDI, portais, compras); G2G (*government-to-government*): transações entre governo e governo; B2C/C2B (*business-to-consumer/consumer-to-business*): transações entre empresas e consumidores (exemplos: lojas e shoppings virtuais); G2C/C2G (*government-to-consumer/consumer-to-government*): transações envolvendo governo e consumidores finais (exemplos: pagamento de impostos, serviços de comunicação); C2C (*consumer-to-consumer*): transações entre consumidores finais (exemplos: sites de leilões, classificados on-line).

Para o autor acima referido, o ambiente de negócios eletrônicos é formado por três grandes grupos (empresas, governos e consumidores) que transacionam entre si e com os demais grupos, formando 9 tipos de transações de acordo com quem compra e quem vende (B2B, B2G, G2B, G2G, G2C, C2G, C2C, C2B e B2C).

Carvalho (1999) argumenta que não há um consenso na literatura sobre a definição de comércio eletrônico. De acordo com o autor, essa definição varia de “uma visão estreita (compra e venda de produtos eletronicamente pela Internet), até uma definição abrangente (uso de qualquer tipo de rede eletrônica como apoio às atividades empresariais)”.

Contudo, Cabral e Yoneyama (2001) exemplificam que, atualmente, tem-se uma visão mais restrita para o termo comércio eletrônico. De acordo com os autores, embora se tenha uma grande utilização da eletrônica, a compra de um eletrodoméstico via *telemarketing* não se caracteriza como comércio eletrônico. Assim, Cabral e Yoneyama (2001, p.44) afirmam que “considera-se comércio eletrônico aquele em que as transações ocorrem, predominantemente, por meio de uma rede de computadores”.

Apoiando-se em uma definição mais abrangente, conforme a da Takahashi (2000), Heil e Prieger (2010) afirmam que, em termos macroeconômicos, o e-business pode derrubar a inflação, mas também pode agravar alguns desafios de política monetária e fiscal.

O primeiro ponto destacado por Heil e Prieger (2010) que o e-business impacta em termos macroeconômicos é o crescimento da nação. Wadhvani (2001) destaca que evidências acadêmicas nos Estados Unidos são favoráveis à noção de que os investimentos em tecnologia da informação e comunicação (ITC) desempenharam um papel importante no crescimento da produtividade em vários setores. Jorgenson e Vu (2005) demonstraram que os investimentos de capital em ITC representaram 0,7 pontos percentuais no crescimento dos países do G7, entre os anos de 1995 e 2003, ou um quarto do crescimento total. Além disso, Wen (2004) afirma que o e-business promove economias de escala, reduzindo o custo de transação.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do país também é resultado do próprio crescimento do comércio eletrônico em seu sentido mais restrito. De acordo com o Boston Consulting Group (2012), o comércio eletrônico, em 2010, contribuiu com 4,1% do PIB dos países que compõem o 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.

Ainda conforme estudo do Boston Consulting Group (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 o Boston Consulting Group (2012), para 2016, espera-se que o comércio eletrônico represente 7,1% e 4,3% do PIB dos Estados Unidos e do Brasil, respectivamente.

O segundo impacto macroeconômico destacado por Heil e Prieger (2010, p.10) é na política monetária através da inflação. De acordo com os autores, “a política monetária em vários países busca o controle da inflação”. Nesse sentido, eles completam, dizendo que o “potencial do e-business para redução de custos e aumento na competitividade pode ter uma influência considerável sobre o nível dos preços”.

Por fim, Heil e Prieger (2010) citam o impacto do e-business nas políticas fiscais. Para os autores, a forma como o e-business é praticado atualmente nos Estados Unidos reduz as receitas fiscais sobre as vendas dos estados e municípios. Isso porque, ainda de acordo com Heil e Prieger (2010), a Suprema Corte Americana decidiu que não se pode forçar o recolhimento de tributos onde o comerciante não tem presença física. Esse mesmo problema é observado no Brasil com a disputa entre as Unidades Federativas com relação ao Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços – ICMS. Com o intuito de recuperar parte dos tributos gerados pelas vendas não presenciais aos consumidores, 18 Estados assinaram o Protocolo ICMS 21, de 1 de Abril de 2011, cuja cláusula terceira reza as regras de tributação do ICMS na unidade federada destinatária. Contudo, em fevereiro de 2014, o Supremo Tribunal Federal julgou, liminarmente, como procedente a Ação Direta de Inconstitucionalidade número 4628 (ADIN nº 4628). Essa ação questiona justamente a validade constitucional do Protocolo ICMS 21, de 1 de Abril de 2011.

Já quanto aos aspectos microeconômicos, Prieger e Heil (2010) relatam que a adoção de e-business em operações de varejo, atacado, e do mercado de trabalho tem um enorme impacto sobre o desempenho das empresas e o bem-estar econômico dos consumidores e trabalhadores. Isso porque a adoção de e-business reduz os custos das informações. Vulkan (2003) exemplifica, dizendo que “custos de informação reduzidos podem não só facilitar a realização das transações, mas também expandir o conjunto de operações incluídas em um mercado específico”. O autor completa, afirmando que “com a diminuição dos custos de reunir compradores e vendedores geograficamente distantes, o e-business aumenta tamanho de qualquer mercado”.

Nesse sentido, o primeiro impacto microeconômico do e-business apontado por Prieger e Heil (2010) é a interação entre consumidores e empresas. Su (2008) argumenta que, no cenário de menores custos de informação, os consumidores respondem melhor ao efeito de substituição de produtos. Dessa forma, os consumidores buscam mais, o que leva à melhoria da qualidade de correspondência dos produtos. Já do lado dos vendedores, o comércio eletrônico propicia a coleta de mais informações sobre os consumidores, informações essas que permitem as empresas discriminar preços, diferenciar produtos, enviar mensagens de marketing personalizadas de acordo com o comportamento passado dos consumidores e oferecer personalização em massa de suas linhas de produtos.

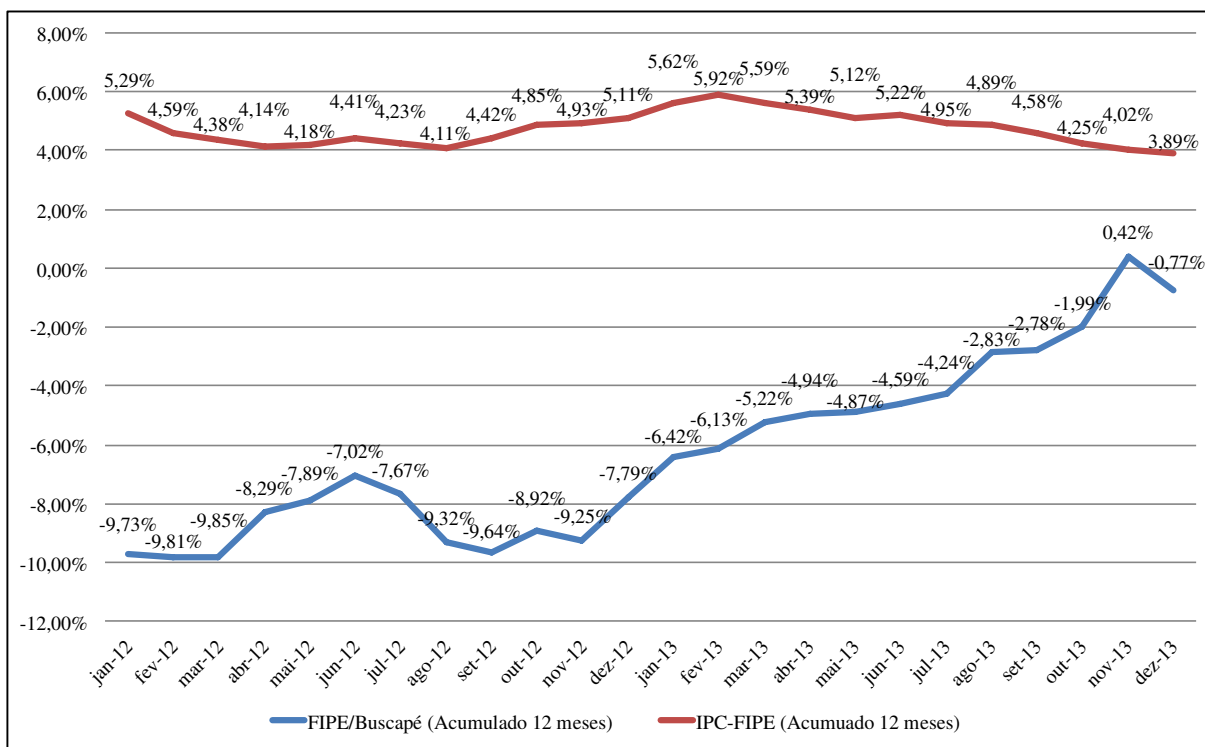
Prieger e Heil (2010) explicam que a redução dos preços, principalmente, de produtos “comoditizados”, se dá, principalmente, por duas razões. A primeira razão é a desintermediação que o comércio eletrônico possibilita, ainda que se tenham aumentados os custos de transporte. Já a segunda é pelo aumento da elasticidade da demanda advinda da facilidade de pesquisa e comparação de preços entre os concorrentes, aumentando, assim, a competição por preço.

Brynjolfsson & Smith (2000) demonstraram que preços de livros e CDs adquiridos via on-line nos Estados Unidos custavam em média de 9% a 16% menos do que os comprados em lojas físicas tradicionais.

No Brasil, não é diferente, como se pode observar na Figura 3, com exceção de Nov/13. Desde Jan/12, os preços do comércio eletrônico – medidos pelo Índice FIPE-Buscapé e divulgado pelo eBit – apresentam uma deflação no acumulado de 12 meses, fechando Dez/13 em -0,77%. Nesse mesmo período, a inflação brasileira medida pelo Índice de Preço ao Consumidor (IPC-FIPE) teve valor mínimo de 3,89% no acumulado dos 12 últimos meses, no fechamento de Dez/13. Apesar da deflação, observa-se que o ritmo de queda dos preços no comércio eletrônico brasileiro vem reduzindo quando comparado com o IPC. Em Jan/12, a diferença entre o IPC e o Índice FIP/Buscapé (deflação dos preços do comércio eletrônico ajustado pela inflação) foi de -15,02%; já em Dez/13, essa diferença se reduziu para -4,66%.

O segundo impacto microeconômico levantado por Prieger e Heil (2010) é a produtividade das empresas. Para os autores, a eficiência de uma empresa em produzir produtos ou serviços depende das interações entre os seus inputs e outputs. Nesse sentido, os autores completam, dizendo que o e-business aumenta a produtividade das empresas com a alteração da maneira como elas transformam seus inputs em outputs, seja através das interações com os consumidores, com outras empresas ou com os trabalhadores.

Figura 3 – Inflação de preços Brasil e comércio eletrônico acumulado 12 meses



Fonte: eBit (2014) – adaptado

Nota: Inflação brasileira média pelo IPC; Inflação do comércio eletrônico medida pelo Índice FIPE/Buscapé, relatório que levanta, mês a mês, uma radiografia dos preços de cerca de 266 mil produtos no *e-commerce* brasileiro e ponderados de acordo com o volume de compras monitoradas pelo eBit; Valores acumulados nos últimos 12 meses.

Criscuolo e Waldron (2003) mediram o tamanho do ganho de produtividade nas empresas, tanto na compra de produtos on-line quanto na venda. Ainda que o ganho de produtividade de 5% na venda não possa ser definitivamente alocado ao comércio eletrônico, devido à tendência de redução de preços desse canal (conforme já demonstrado), os autores observaram um aumento de produtividade na compra de materiais de 7% a 9%.

Outro ponto destacado por Prieger e Heil (2010) é a discriminação de preços. Por não existir no meio eletrônico etiquetas ou cartazes de preços expostos a todos os consumidores, os autores afirmam que é “barato para as empresas oferecerem diferentes preços a diferentes consumidores”. Os autores comentam que, ainda que a diferenciação de preços não seja ilegal em si (válido tanto para o mercado norte americano quanto para o mercado brasileiro), as leis de defesa da concorrência dos EUA limitam a utilização da discriminação de preços como um dispositivo anticoncorrencial.

Mesmo com as restrições legais, a discriminação de preços é facilmente observada nas transações B2C. No geral, a diferenciação de preços se dá, dentre várias outras possibilidades, através da origem do tráfego, do comportamento passado e/ou do tipo de equipamento

utilizado para conexão. A Figura 4 exemplifica a diferenciação de preços através da origem do tráfego: quando o acesso se deu de forma direta digitando a URL no navegador o preço para o Smartphone pesquisado era de R\$ 521,65 à vista. Contudo, ao se acessar o mesmo site a partir de uma postagem do Facebook, o mesmo Smartphone custava R\$ 417,13 à vista, uma diferença de 20%.

Figura 4 – Discriminação de preços

Origem: Acesso direto	Origem: Facebook
 <p>efácil Feliz compra</p> <p>Ver todos os departamentos Celulares e Telefones Informática Games Eletrodomésticos</p> <p>O eFácil está de casa nova! Seja bem-vindo. Fique à vontade e feliz com</p> <p>Início / Procurar: p3301010</p> <p>resultados da busca</p> <p>Departamento 1 item encontrado</p> <p>Todos (1) Celulares e Telefones (1) Smartphones (1)</p> <p>Filtrar por</p> <p>Smartphone Galaxy Core Plus Branco Tela 4.3", 3G+WIFI, Android 4.3, Câmera 5MP, Memória 4GB, TV Digital - Samsung</p> <p>de: R\$ 699,00 por: R\$ 521,65 à vista Ou em até 10x de R\$ 54,90 iguais Total de: R\$ 549,00 * à prazo * Juros de 0,94% ao mês (11,88% ao ano)</p>	 <p>efácil Feliz compra</p> <p>Ver todos os departamentos Celulares e Telefones Informática Games Eletrodomésticos</p> <p>O eFácil está de casa nova! Seja bem-vindo. Fique à vontade e feliz com</p> <p>Início / Procurar: p3301010</p> <p>resultados da busca</p> <p>Departamento 1 item encontrado</p> <p>Todos (1) Celulares e Telefones (1) Smartphones (1)</p> <p>Filtrar por</p> <p>Smartphone Galaxy Core Plus Branco Tela 4.3", 3G+WIFI, Android 4.3, Câmera 5MP, Memória 4GB, TV Digital - Samsung</p> <p>de: R\$ 699,00 por: R\$ 417,13 à vista Ou em até 10x de R\$ 43,90 iguais Total de: R\$ 439,00 * à prazo * Juros de 0,94% ao mês (11,88% ao ano)</p>

Fonte: elaborado pelo autor

Nota: Comparação realizada no site www.efacil.com.br com acesso realizado às 23h do dia 3 dez. 2014; Acesso realizado através de um dispositivo Apple com sistema operacional OS X, versão 10.10, utilizando como navegador o Safari versão 8.

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.

2.4. Crise

Vários são os estudos que buscam entender o comportamento dos mecanismos de governança corporativa nos momentos de crise (MITTON, 2002; SROUR, 2005, PEIXOTO, 2012). Deles advém que, nos períodos de crise, os mecanismos de governança corporativa, incluindo a transparência, bem como suas relações com o desempenho e com o risco, podem sofrer alterações. Em um estudo utilizando 399 empresas da Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia, que foram atingidos pela crise de 1997/98, Mitton (2002) encontrou que empresas que possuíam ADR obtiveram retorno superior a 10,8% durante a crise. Em outra *proxy* de transparência utilizada pelo autor, descobriu-se que as empresas auditadas pelas maiores companhias de auditoria (*Big Six*) obtiveram resultados 8,1% superiores. Ainda de acordo com Milton (2012), as empresas com maior transparência, maior *disclosure*, maior concentração de propriedade por *outsiders* e menos diversificadas apresentaram um melhor desempenho de suas ações no período da crise.

De acordo com Rogoff e Reinhart (2010), a crise de 2008 foi a mais grave ocorrida após a “Grande Depressão” de 1929. Para Catanach e Ragatz (2010), as causas da crise de 2008 podem ser classificadas em seis categorias gerais: 1 – declínio da confiabilidade das demonstrações financeiras devido às novas regras contábeis, falta de conservadorismo na contabilidade e dúvidas sobre a independência e profissionalismo das auditorias; 2 – uso generalizado e inadequado de derivativos; 3 – erros das agências de rating em conceder classificações positivas para produtos muito arriscados; 4 – desregulamentação dos serviços financeiros e incentivo aos bancos para investirem em hipotecas de alto risco; 5 – estratégia bancária com surgimento de produtos financeiros complexos; e 6 – política econômica com baixas taxas de juros (mesmo após o colapso tecnológico de 2000 e do ataque terrorista de 2001) e incentivo para estender o crédito para a compra da casa própria.

Sem a mesma força da crise global de 2008, o ano de 2011 é considerado como um período de crise para os Estados Unidos da América, devido ao prolongamento da negociação no congresso para aumentar o limite legal da dívida do governo.

De acordo com o Tesouro Americano, o limite da dívida é a:

“quantidade total de dinheiro que o governo dos Estados Unidos está autorizado a pegar emprestado para cumprir as suas obrigações legais existentes, incluindo a Segurança Social e benefícios médicos, salários militares, os juros sobre a dívida nacional, reembolso de impostos e outros pagamentos” (ESTADOS UNIDOS; 2014).

Como se pode observar no Quadro 4, a crise se instalou não pelo fato de ser necessário aumentar o limite da dívida, visto que, de Maio de 1997 até Fevereiro de 2014, isso aconteceu 19 vezes. Tampouco foi o valor necessário para que o governo pudesse honrar seus compromissos. Conforme destacado por Swann (2011), da Standard & Poor’s, em seu relatório sobre a alteração do *rating* da dívida do Tesouro Americano, que passou a ter viés de baixa, essa crise se deu a partir de dois motivos distintos, porém relacionados:

“O primeiro é a falha contínua de se elevar o teto da dívida do governo dos EUA, de modo a garantir que o governo será capaz de continuar a honrar as suas obrigações. Já o segundo diz respeito à (baixa) probabilidade atual de que, em um futuro próximo, o Congresso e o Governo Federal vão entrar em acordo sobre plano crível de consolidação fiscal em médio prazo” (SWANN; 2011).

Quadro 3 – Evolução do limite da dívida dos Estados Unidos

Data	Novo limite de Débito (US\$ bilhões)	Alteração no limite prévio (US\$ bilhões)
06/08/1997	5.950	450
28/06/2002	6.400	450
27/05/2003	7.384	984
29/11/2004	8.184	800
20/03/2006	8.965	781
29/09/2007	9.815	850
30/07/2008	10.615	800
03/10/2008	11.315	700
17/02/2009	12.104	789
28/12/2009	12.394	290
12/02/2010	14.294	1.900
02/08/2011	14.694	400
22/09/2011	15.194	500
28/01/2012	16.394	1.200
04/02/2013	Limite Suspenso	---
19/05/2013	16.699	305
16/10/2013	Limite Suspenso	---
07/02/2014	17.212	513
15/02/2014	Limite Suspenso	---

Fonte: The Concord Coalition (2014)

Neste trabalho, foi considerado como período de crise o ano de 2008 para as empresas de ambos países e, também, para as empresas norte-americanas, o ano 2011.

3. METODOLOGIA

3.1. Classificação da pesquisa

Gil (2006, p.17) define pesquisa como “o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. O autor complementa, dizendo que “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”. Aprofundando nessa definição, Selltiz *et al.* (1967) apontam que os estudos descritivos têm como objetivos: 1 – apresentar características do objeto estudado; e 2 – medir a frequência com que algo ocorre ou com que está ligado a alguma coisa. Dessa forma, quanto aos objetivos de pesquisa, este estudo se classifica como uma pesquisa descritiva.

Já com relação ao método de abordagem do problema, Richardson (1999, p. 29) esclarece que ele “precisa estar apropriado ao tipo de estudo que se deseja realizar, mas é a natureza do problema ou o seu nível de aprofundamento que, de fato, determina a escolha do método”. Nesse sentido, Silva e Menezes (2001, p.21) dizem que “as pesquisas, do ponto de vista da abordagem do problema, podem ser classificadas em quantitativa e qualitativa”. Ainda para os autores, a primeira considera que tudo pode ser quantificável, ou seja, mensurável. Já a segunda considera que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, ou seja, um vínculo entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito. Nesse sentido, este estudo é um estudo quantitativo.

3.2. Definição do universo de estudo

O universo desta pesquisa foi composto por todas as empresas de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e/ou na BM&F Bovespa, que foram negociadas no período de 2003 a 2013 e cujas informações financeiras constam no banco de dados da Economática[®], 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 WACC em $t+1$; e de 1999 a 2013, para o Beta.

A escolha do Brasil tem como objetivo, além do fortalecimento da literatura, o entendimento do segmento de comércio eletrônico no âmbito nacional, visto que, de acordo com eBit (2014), esse segmento cresce a taxas superiores a 20% a.a. Já as empresas norte-americanas serviram como *benchmarking*, visto que, segundo o Boston Consulting Group (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 4, a base de dados deste estudo é composta por um total de 118 empresas-ano².

Quadro 4 – Universo de estudo

Ano	Quantidade de Empresas-Ano		
	USA	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: Elaborado pelo autor

Assim, evitando o viés de sobrevivência, formou-se um painel não balanceado que serviu de base para as estimativas econométricas deste estudo.

² A Tabela 13 do Apêndice B contém a lista das empresas que fizeram parte desse estudo.

É válido ressaltar que, no caso brasileiro, existe apenas uma empresa listada na BM&F Bovespa 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.

Tabela 1 – Participação da B2W no comércio eletrônico brasileiro

Ano	B2W	eCommerce	% Total
2007	3,39	6,40	53%
2008	4,48	8,20	55%
2009	4,22	10,60	40%
2010	4,53	14,80	31%
2011	4,23	18,70	23%
2012	4,81	22,50	21%
2013	6,98	28,80	24%
Total no Período	32,63	110,00	30%

Fonte: eBit (2014) e Economática

Nota: Os números representam o faturamento em bilhões de Reais não corrigidos pela inflação

Assim, para este estudo, deve-se entender que a comparação entre o Brasil e os Estados Unidos é a comparação entre a principal empresa de comércio eletrônico brasileiro com a média das empresas de comércio eletrônico norte-americanas que tiveram suas informações financeiras publicadas no banco de dados da Economática®.

3.3. Definição das variáveis

A definição das variáveis da pesquisa foi embasada na literatura nacional e internacional sobre Governança Corporativa. Essas variáveis são indicadores de qualidade da Governança Corporativa das empresas, mais especificamente, sobre o mecanismo de transparência, indicadores contábeis e medidas de desempenho e risco.

3.3.1. Variáveis dependentes de desempenho

Seguindo os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2002), Lameira (2007), Silveira, Barros e Famá (2008), Correia (2008) e Peixoto (2012), foram selecionadas as seguintes variáveis para mensuração do desempenho e estimação dos modelos de regressão:

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)

Representa a rentabilidade (lucro líquido) sobre o patrimônio líquido da empresa e pode ser calculado da seguinte forma:

$$ROE = \frac{LL}{PL} \quad (1)$$

Onde: ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido; LL: Lucro líquido; PL: Patrimônio líquido.

Retorno sobre o ativo (ROA)

Representa a rentabilidade (lucro líquido) sobre o ativo total da empresa e pode ser assim calculado:

$$ROA = \frac{LL}{AT} \quad (2)$$

Onde: ROA: Retorno sobre o ativo total; LL: Lucro líquido; PL: Ativo total.

EBIT/Sales (EBITs)

Representa a rentabilidade operacional da empresa sobre a receita líquida de vendas, podendo ser calculado pela seguinte formulação:

$$EBITs = \frac{EBIT}{RL} \quad (3)$$

Onde: EBITs: Rentabilidade operacional da empresa sobre a venda líquida; EBIT: Lucro operacional antes de impostos e taxas; RL: Receita líquida de vendas.

3.3.2. Variáveis dependentes de risco

Levando em consideração as pesquisas de Skaife, Collins e LaFond (2004), Lameira (2007) e Peixoto (2012), foram selecionadas as seguintes variáveis dependentes de risco para a estimação dos modelos de regressão:

Beta (B)

Representa o risco sistemático da ação e foi calculado através da regressão do prêmio de risco mensal do título contra o prêmio de risco mensal do índice NASDAQ *Composite* (indicador de mercado) nos sessenta meses anteriores ao período de análise. Considerou-se o

Título de Dívida do Governo Norte-americano de 10 anos (T-Bond10) como *proxy* do ativo livre de risco.

Custo médio ponderado de capital – CMPC (WACC)

É uma *proxy* do custo de capital da empresa e representa o risco da estrutura de capital da mesma. Esse custo pode ser calculado, de acordo com Damodaran (2002, p.299), pela seguinte formulação:

$$WACC = \left\{ \frac{[EBIT \times (1-T) + D - I]}{(EQUITY + DEBIT)} \times [1 + (1 - payout) \times ROA] \right\} + [(1 - payout) \times ROA] \quad (4)$$

Onde: WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): custo médio ponderado de capital da empresa. EQUITY: Valor de mercado das ações da empresa; DEBT: Valor contábil da dívida da empresa; EBIT: lucros antes de juros e impostos; T: alíquota de imposto de renda; D: valor da depreciação incorrida no período; I: valor do investimento feito pela empresa; *payout*: percentual do lucro destinado ao pagamento de dividendos; ROA: razão entre o lucro operacional e os ativos totais da empresa.

Para facilitar a interpretação dos resultados, utilizou-se neste estudo a razão entre o WACC (obtido pela equação 4) e o Ativo Total, constituindo o coeficiente WACC/AT, conforme Peixoto (2012). Além disso, como os efeitos da governança são observáveis no custo de capital somente no ano posterior, conforme argumentado por Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), este trabalho adotou o indicador WACC/AT em $t + 1$, tendo como base o fechamento do primeiro trimestre posterior ao fechamento do ano. Por fim, seguindo Peixoto (2012), adotou-se também o indicador WACC/AT no tempo corrente, garantido, assim, a verificação de ambas as hipóteses de relação em t ou em $t + 1$.

3.3.3. Variáveis independentes

Para a mensuração da transparência, utilizaram-se neste estudo as variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Esses autores utilizam medidas para gerenciamento de resultados (*earnings management*) como *proxies* para a qualidade das informações publicadas, ou seja, a transparência dos lucros contábeis. Essa mesma abordagem foi utilizada em outros estudos, tais como os de Fernandes e Ferreira (2007), Correia (2008) e Peixoto (2012).

Apesar de, no estudo original, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) consolidarem em um único indicador quatro formas de mensuração de gerenciamento de resultados, neste estudo, foram utilizadas nas regressões as formas individuais de cada medida de manipulação dos

resultados. Além disso, devido às características operacionais de cálculo (que implicam em uma quantidade mínima de observações), este estudo não utilizou a medida de prevenção de pequenas perdas (*small loss avoidance*). Com isso, têm-se as seguintes variáveis:

Transparência 1 (T1)

Mede a suavização dos lucros operacionais através da alteração dos *accruals* (contas não caixa). É mensurada pela relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações de todo o período analisado.

$$T1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(FCO_{it})} \quad (5)$$

Onde: T1: Transparência 1; LDIR_{it} = Lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t; FCO_{it} = Fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t.

Seguindo a metodologia do estudo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), o cálculo de T1 foi operacionalizado, utilizando dados da Economática[®] e as seguintes formulações para *accruals* e fluxo de caixa das operações:

Accruals

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad (6)$$

Fluxo de caixa das operações

$$FCO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it} \quad (7)$$

Onde: ACC_{it} = *Accruals*, itens contábeis que não movimentam efetivamente o caixa; ΔCA_{it} = Variação nos ativos circulantes totais; ΔCASH_{it} = Variação no disponível e investimentos de curto prazo; ΔCL_{it} = Variação nos passivos circulantes totais; ΔSTD_{it} = Variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes; ΔTP_{it} = Variação no imposto de renda a pagar; Dep_{it} = Despesa de depreciação e amortização.

Além da forma de cálculo utilizada no trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), em que a variável T1 é constante para cada uma das empresas, neste trabalho, utilizou-se também a variável T1 calculada com o desvio padrão dos últimos 5 anos. Dessa forma, essa nova variável (T1v) deixa de ser constante ao longo do tempo. Para efeito de identificação, será utilizado, neste estudo, o termo “tradicional” ou “constante” para o primeiro caso e “variável” para o segundo.

Ressalta-se também que baixos valores de T1 sugerem o gerenciamento dos lucros por parte dos *insiders*; dessa forma, quanto maior a variável TI, melhor é o nível de transparência da empresa.

Transparência 2 (T2)

Mede a correlação entre a variação dos *accruals* e a variação nos fluxos de caixa das operações de todo o período analisado.

$$T2 = \rho(\Delta ACC; \Delta FCO) \quad (8)$$

Onde: ACC_{it} = Variação dos *accruals*; ΔFCO = Variação do fluxo de caixa da operação.

Para Leuz, Nanda e Wysocki (2003), correlações negativas (T2) indicam, *ceteris paribus*, que os resultados foram gerenciados. Assim, quanto maior a variável T2, melhor é o nível de transparência da empresa. Da mesma forma que T1, além da correlação utilizando todo o período, também foram calculadas as correlações para os últimos 5 anos, gerando uma segunda variável T2 não constante (T2v).

Transparência 3 (T3)

Mede a qualidade dos lucros reportados através da magnitude dos *accruals*.

$$T3 = \frac{|ACC|}{|FCO|} \quad (9)$$

Onde: $|ACC|$ = Valor modular dos *accruals*; $|FCO|$ = Valor modular do fluxo de caixa da operação.

Segundo a interpretação de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), a magnitude dos *accruals* é uma *proxy* para o nível em que os *insiders* gerenciam os resultados, ou seja, quanto maior a variável T3, menor é a transparência dos resultados. Para que fosse mantido o mesmo padrão de análise das variáveis de gerenciamento de resultado, de quanto maior, mais transparente, o sinal da variável T3 foi invertido.

Transparência Agregada (TA)

Da mesma forma que Leuz, Nanda e Wysocki (2003), com o objetivo de mitigar possíveis erros de mensuração, foi criada uma variável de transparência agregada. Para isso, para cada um dos anos e, para cada variável de transparência, as empresas foram ordenadas de tal forma que, quanto maior a posição, menor o gerenciamento de resultados, ou seja, melhor é o nível de transparência. Assim, a variável TA foi calculada como posição média ocupada pela empresa no ranking anual das variáveis T1, T2 e T3. Já a variável TAv foi calculada como posição média ocupada pela empresa no ranking anual das variáveis T1v, T2v e T3.

3.3.4. Variáveis de controle para o desempenho

O principal objetivo na utilização das variáveis de controle é a possível redução de vieses causados pela omissão de variáveis explicativas nos modelos propostos. Assim, seguindo os trabalhos de Klapper e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Correia (2008), Lameira (2007) e Peixoto (2012), foram utilizadas as seguintes variáveis de controle para a relação entre a transparência e o desempenho:

Crescimento das vendas (VVND)

Mensura a variação anual percentual da receita bruta das empresas.

Ativo (ATV)

Proxy para o tamanho da empresa calculado como o logaritmo natural do ativo total da organização.

Alavancagem financeira (AF)

Representa o efeito do endividamento sobre a rentabilidade e foi utilizada quando a variável dependente foi o ROE, podendo ser calculada da seguinte forma:

$$AF = \frac{\Delta\% \text{ do LPA}}{\Delta\% \text{ do EBIT}} \quad (10)$$

Onde: AF = Alavancagem financeira; $\Delta\% \text{ do LPA}$ = Variação percentual do lucro por ação entre cada período; $\Delta\% \text{ do EBIT}$ = Variação percentual do EBIT entre cada período.

3.3.5. Variáveis de controle para o risco

De acordo com as propostas de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira (2004), Lameira (2007), Correia (2008), Armstrong, Guay e Weber (2010) e Peixoto (2012), este estudo utilizou-se das seguintes variáveis de controle na análise da relação entre a transparência e o risco:

Volatilidade da ação (VOL)

Mede a volatilidade anual de cada ação. Essa variável foi extraída da Economática[®] e usada somente quando a variável dependente foi o beta.

$$VOL = \sqrt{\frac{\sum(S_i - S_m)^2}{n \times PPA}} \quad (11)$$

Onde: S_i = Logaritmo neperiano do produto das cotações diárias de $n+1$ dias pelas cotações diárias de $d-1$; S_m = Média dos logaritmos neperianos das cotações diárias de $n+1$ dias; n = Quantidade de dias; PPA = Períodos por ano (para cotações diárias $PPA = 252$).

Beta (B)

Representa o risco sistemático da ação e foi calculado através da regressão do prêmio de risco mensal do título contra o prêmio de risco mensal do índice *NASDAQ Composite* (indicador de mercado), nos sessenta meses anteriores ao período de análise. Considerou-se o Título de Dívida do Governo Norte-americano de 10 anos (*T-Bond10*) como *proxy* do ativo livre de risco, tendo sido utilizada somente com as variáveis dependentes WACC e WACCt1.

Liquidez em bolsa (LIQ)

Indicador extraído da Economática[®] que representa o volume relativo de negociações com a ação e pode ser calculado conforme se segue:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)} \quad (12)$$

Onde: LIQ = Liquidez em bolsa; p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número de negócio com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações negociadas na bolsa dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro com todas as ações negociadas na bolsa dentro do período escolhido.

3.3.6. Variáveis de controle para o desempenho e o risco

De acordo com os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Correia (2008) e Peixoto (2012), as variáveis que seguem foram definidas para controlar tanto a relação entre transparência e desempenho quanto a relação entre transparência e risco.

Índice book-to-market (BTM)

Representa a sub ou sobrevalorização do ativo e foi calculado como o logaritmo natural da razão entre valor patrimonial por ação e o seu preço.

$$BTM = \ln\left(\frac{PL/QTD}{COT}\right) \quad (13)$$

Onde: *BTM* = Índice *book-to-market*; *PL* = Patrimônio líquido da empresa; *QTD* = Quantidade de ações; *COT* = Preço de fechamento da ação.

Crise (C)

Variável binária (0-1) que indica se o período analisado é um período de crise (1) ou não crise (0).

Abaixo, o Quadro 5 apresenta o resumo das variáveis utilizadas neste estudo.

Quadro 5 – Definição das Variáveis

	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 (2007) e Correia (2008)
	Retorno sobre o Ativo	ROA	Representa a rentabilidade (lucro líquido) sobre o ativo total da empresa.	Lameira (2007) e Correia (2008)
	EBIT/Sales	EBITS	Representa a rentabilidade operacional da empresa sobre a receita líquida de vendas.	Lameira (2007) e Peixoto (2012)
Dependentes (Risco)	Beta	B	Representa o risco sistemático da ação nos sessenta meses anteriores ao período de análise.	Lameira (2007) e Peixoto (2012)
	Custo Médio Ponderado de Capital	WACC	Proxy do custo de capital da empresa e representa o risco da estrutura de capital da mesma.	Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007)
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 (2008), Peixoto (2012)
	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 (2008), Peixoto (2012)
	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 (2008), Peixoto (2012)
	Transparência Agregada	TA e TA _v	Posição média ocupada pela empresa, em uma ordem decrescente de gerenciamento de resultado, para cada um dos anos para cada uma das outras três variáveis de transparência	Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2008), Peixoto (2012)
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 (2008)
	Alavancagem Financeira	AF	Representa o efeito do endividamento sobre a rentabilidade	Lameira (2007), Salmasi (2007)

...continuação

	Nome	Variável	Definição	Autores
Controle (Risco)	Volatilidade	VOL	Mede a volatilidade de cada ação através do desvio padrão dos retornos nos sessenta meses anteriores ao período de análise.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira (2007) e Peixoto (2012)
	Beta	B	Representa o risco sistemático da ação nos sessenta meses anteriores ao período de análise.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira (2007) e Peixoto (2012)
	Liquidez em Bolsa	LB	Representa o volume relativo de negociações com a ação.	Gompers, Ishii e Metrick (2003), Lameira (2007) e Peixoto (2012)
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), Correia (2008) e Peixoto (2012)
	Crise	C	Variável binária (0-1) que indica se o período analisado é um período de crise (1) ou não-crise (0)	Mitton (2002), Srour (2005) e Peixoto (2012)
	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	----

Fonte: Elaborado pelo autor

3.1. Definição dos modelos econométricos

Para Marques (2000), 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. Além disso, Marques (2000) ainda destaca como uma vantagem dos modelos com dados em painel a “relevação da heterogeneidade individual”. Fávero *et al* (2014, p. 223) explicam esse controle da heterogeneidade individual como sendo “a possibilidade de se medirem separadamente os efeitos gerados por conta de diferenças existentes entre cada observação em cada corte transversal” e a “evolução, para um dado indivíduo, das variáveis de estudo ao longo do tempo”.

Fávero *et al* (2014, p. 142) também apontam que, para evitar ou amenizar problemas na regressão, tais como, diferenças de escala, excesso de assimetria e excesso de curtose, fazem-se necessárias algumas transformações nas variáveis. Assim, antes dos testes de diagnósticos de modelos, as variáveis foram winsorizadas a 5% para reduzir um possível viés gerado pela presença de outliers e transformadas conforme indicado pelo comando *ladder* do Stata 13[®]. A adequação da transformação de cada variável de acordo com o indicado pelo comando *ladder* pode ser visualizada nas Figuras de 5 a 23, no Apêndice C.

Iniciando os testes de diagnósticos, Greene (2008) argumenta que a estimativa com dados em painéis deve começar através do teste de Lagrange Multiplier (LM), que tem como hipótese nula que os interceptos são iguais. Dessa forma, se H_0 não for rejeitada, deve-se utilizar o modelo com dados agrupados (*Pooled*). Por outro lado, caso H_0 seja rejeitada, deve-se optar pelo modelo de efeitos fixos ou aleatórios.

Cameron e Trivedi (2010) defendem que a discussão da distinção entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios é essencial na análise de dados em painel. A definição da correta utilização de um desses dois modelos pode ser feita através do teste proposto por Hausman (1978). Esse teste tem a hipótese nula de que os efeitos dos interceptos não são correlacionados com os regressores (x_{it}), ou seja, de que os efeitos individuais são aleatórios, situação em que se deve eleger o modelo de efeitos aleatórios. Ao contrário, rejeitando-se H_0 , o modelo a ser utilizado será o de efeitos fixos.

Fávero *et al* (2014, p. 234) também argumentam sobre a necessidade de se testar entre a utilização do modelo com dados agrupados (*Pooled*) ou o modelo de efeitos fixos. Assim, rejeitando a hipótese nula do teste F de Chow, que indica igualdade dos interceptos e inclinações, devem-se utilizar os modelos de efeito fixo; caso contrário, opta-se pelo modelo com dados agrupados (*Pooled*).

...continuação

Painel C: Teste de Heterocedasticidade de Baum

	ROE	ROA	EBITS	B	WACC	WACCt1
T1	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
T1v	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
T2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
T2v	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
T3	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
TA	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
TAv	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0160

Painel D: Teste de Autocorrelação de Wooldridge

	ROE	ROA	EBITS	B	WACC	WACCt1
T1	0,0266	0,0943	0,0631	0,0086	0,0862	0,1303
T1v	0,0292	0,0861	0,0643	0,0025	0,0725	0,1550
T2	0,0275	0,0922	0,0641	0,0064	0,0798	0,1204
T2v	0,0410	0,1179	0,0986	0,0383	0,0745	0,0922
T3	0,0267	0,1022	0,0730	0,0085	0,0871	0,0026
TA	0,0255	0,0964	0,0414	0,0063	0,0782	0,1097
TAv	0,0187	0,0617	0,0560	0,0106	0,0662	0,1681

Painel E: Teste de Endogeneidade de Durbin-Wu-Hausman

	ROE	ROA	EBITS	B	WACC	WACCt1
T1	---	---	---	---	---	---
T1v	0,4038	0,9063	0,8634	0,1123	0,6078	0,5045
T2	---	---	---	---	---	---
T2v	0,5089	0,7930	0,2331	0,5851	0,1423	0,9145
T3	0,8955	0,1727	0,1046	0,6259	0,3333	0,3714
TA	0,5197	0,9927	0,3698	0,9638	0,6599	0,6696
TAv	0,3468	0,5892	0,3955	0,4009	0,5459	0,2254

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os números são os resultados de cada teste para cada modelo analisado. T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e representam as variáveis independentes dos modelos. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA), EBIT sobre as vendas (EBITS), Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em $t + 1$ (WACCt1) representam as variáveis dependentes dos modelos. Todos os testes foram analisados tendo como base um nível de significância de 5%. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC $t+1$ os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014.

Como os dados em painel é um conjunto de dados em corte transversal (*cross-section*) e em série temporal, os modelos de regressão com esse tipo de dados podem apresentar tanto os problemas econométricos de corte transversal, como a heterocedasticidade dos termos de erros, quanto os problemas econométricos de série temporal, como a autocorrelação do termo de erros. A verificação desses problemas foi feita neste estudo através da aplicação dos testes de heterocedasticidade, proposto por Baum (2001), e de autocorrelação, proposto por Wooldridge (2002).

Conforme apresentado no Painel C da Tabela 2, ao nível de 5% de significância, o teste de Baum (2001) forneceu elementos suficientes para a rejeição da hipótese nula de homocedasticidade. No Painel D da Tabela 2, o teste de Wooldridge (2002) resultou, ao nível de 5% de significância, na rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação para todos os modelos com ROE e beta (B), para o modelo de EBITS com TA e para os modelos de

WACCT1 com T3. Assim, seguindo as orientações de Hoechle (2007), todas as estimativas foram obtidas com erros padrão robustos aos distúrbios de heterocedasticidade e autocorrelação através da opção *vce (cluster id)* no software Stata 13[®].

Conforme Fávero *et al* (2014), não existe “nenhum teste amplamente aceito para a detecção a multicolinearidade”. Assim, neste estudo, a multicolinearidade entre as variáveis foi testada através de duas estatísticas: a matriz de correlação de Pearson (Tabela 3) e o fator de inflação de variância – VIF (Tabela 4). Em ambos os casos, exceto para a relação entre crise e algumas interações de crise cm transparência, não foi encontrado nenhum indício de problemas de multicolinearidade, ou seja, correlações significantes superiores a 0,8000 ou VIF superior a 10. Já a multicolinearidade entre a crise e algumas das interações entre crise e transparência já era esperada, visto que as interações contêm, até certo ponto, a variável de crise.

Outro problema frequentemente enfrentado nos estudos de Governança Corporativa é a presença da endogeneidade, ou seja, da correlação entre os regressores (x_{it}) e o termo de erro. Correia (2008) cita que, nas pesquisas de governança a endogeneidade advém principalmente devido a três motivos: (a) no modelo econométrico, a variável independente e a dependente são determinadas conjuntamente; (b) há outros fatores que influenciam as variáveis dependentes e independentes; e (c) o desempenho passado influencia a estrutura de governança presente.

Neste estudo, verificou-se a endogeneidade dos modelos através do teste de Durbin-Wu-Hausman. Esse teste, operacionalizado no Stata 13[®] com o comando *xtivreg2* (BAUM, SCHAFFER, STILLMAN; 2007), basicamente, compara o resultado das estimativas obtidas por estimadores de variáveis instrumentais (VI) e estimadores de mínimos quadrados ordinários (MQO), sob a hipótese nula de que os estimadores MQO oferecem estimativas consistentes para o modelo sob análise.

Assim, aplicando-se o teste para identificar a presença de endogeneidade, e utilizando-se como instrumentos as defasagens das variáveis de transparência, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que os estimadores MQO oferecem estimativas consistentes para o modelo sob análise. Dessa forma, de acordo com o Painel D da Tabela 2, os resultados dos testes indicam que todos os modelos podem ser tratados como exógenos.

Tabela 3 – Matriz de correlação entre as variáveis

	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv	C x T1	C x T1v	C x T2	C x T2v	C x T3	C x TA	C x TAv
T1	1,0000													
T1v	---	1,0000												
T2	---	---	1,0000											
T2v	---	---	---	1,0000										
T3	---	---	---	---	1,0000									
TA	---	---	---	---	---	1,0000								
TAv	---	---	---	---	---	---	1,0000							
C x T1	0.1660*	---	---	---	---	---	---	1,0000						
C x T1v	---	0.1912*	---	---	---	---	---	---	1,0000					
C x T2	---	---	0.2631*	---	---	---	---	---	---	1,0000				
C x T2v	---	---	---	0.2101*	---	---	---	---	---	---	1,0000			
C x T3	---	---	---	---	0.3208*	---	---	---	---	---	---	1,0000		
C x TA	---	---	---	---	---	0.1763*	---	---	---	---	---	---	1,0000	
C x TAv	---	---	---	---	---	---	0.1509	---	---	---	---	---	---	1,0000
ROE	-0,0543	0,1058	0,0424	-0,1178	0,0662	-0,0367	0,0328	-0,0446	-0,0299	-0,0004	-0,0427	0,1316	-0,0037	0,0361
ROA	0,0202	0,0822	0,1184	-0,0995	0,1267	0,0536	0,0187	-0,0200	-0,0180	0,0491	-0,0033	0,1676*	0,0065	0,0146
EBITS	0,0089	0,0936	-0,1802*	-0,0186	0,2625*	0,0457	0,2772*	0,0139	0,0601	-0,0188	-0,0003	0,1083	0,0055	0,0309
B	0,0668	0,0992	0,0190	-0,0102	-0,2665*	-0,0805	-0,0796	0,2125*	-0,0813	0,2312*	0,1951*	-0,1429	0,2063*	0,2049*
WACC	-0,0156	0,0760	0,2996*	-0,2641*	0,0969	0,0224	-0,1222	-0,1580	-0,0389	-0,0584	-0,1871*	0,1731*	-0,1547	-0,1835*
WACCt1	-0,3343*	-0,1186	-0,1729*	-0,0440	0,1571	-0,3001*	-0,0341	-0,2949*	-0,0328	-0,2071*	-0,1972*	0,2146*	-0,2479*	-0,2200*
BTM	0,1006	-0,0800	-0,2740*	0,1636	-0,0044	0,0275	0,0676	0,2249*	-0,0336	0,1406	0,2459*	-0,1779*	0,2294*	0,2462*
VVND	-0,1995*	0,2088*	-0,0439	-0,0518	0,1383	-0,1777*	0,0397	-0,1572	0,0533	-0,1238	-0,1341	0,0926	-0,1531	-0,1541
ATV	0,1881*	0,2390*	0,2136*	-0,0996	-0,0788	0,2433*	-0,0156	0,0124	0,0480	0,0150	0,0111	-0,0521	-0,0026	-0,0352
AF	-0,0370	0,1303	0,2156*	-0,0164	-0,1768*	0,0352	-0,0762	-0,0198	0,2053*	0,0214	-0,0236	0,0617	0,0228	0,0212
VOL	0,0040	0,0085	0,3613*	0,0019	-0,0218	0,1500	0,0031	-0,3386*	0,2156*	-0,2691*	-0,3324*	0,2821*	-0,3356*	-0,3302*
LB	-0,3694*	-0,2178*	-0,3805*	0,0794	0,0761	-0,4744*	-0,0039	-0,1072	-0,0986	-0,0713	-0,0255	0,0526	-0,0918	-0,0612
C	-0,0288	0,0808	0,0117	-0,0494	0,0919	0,0571	0,0223	0,9283*	-0,6788*	0,8891*	0,8684*	-0,6514*	0,9762*	0,9721*

...continuação

	ROE	ROA	EBITS	B	WACC	WACCt1	BTM	VVND	ATV	AF	VOL	LB	C
ROE	1,0000												
ROA	---	1,0000											
EBITS	---	---	1,0000										
B	---	---	---	1,0000									
WACC	---	---	---	-0,1940*	1,0000								
WACCt1	---	---	---	-0,0723	---	1,0000							
BTM	-0,3829*	-0,4072*	-0,1763*	0,1327	-0,8197*	-0,5271*	1,0000						
VVND	0,1700*	0,2165*	0,3453*	---	---	---	-0,2449*	1,0000					
ATV	-0,0767	-0,0280	-0,4239*	---	---	---	0,1146	-0,0158	1,0000				
AF	0,0382	---	---	---	---	---	-0,1182	-0,0296	0,0074	1			
VOL	---	---	---	-0,2361*	0,4014*	0,0126	-0,3606*	---	---	---	1,0000		
LB	---	---	---	0,1344	0,0810	0,4999*	-0,1932*	---	---	---	0,0270	1,0000	
C	0,0283	0,0039	-0,0019	0,2132*	-0,1542	-0,1951*	0,2293*	-0,1480	-0,0304	-0,0038	-0,3561*	-0,0349	1,0000

Fonte: Elaborado pelo Autor

*Nota: Os números representam o coeficiente de correlação pairwise entre as variáveis, foram excluídas (---) as correlações entre as variáveis que não se interagem nos modelos. T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1, C x T1v, C x T2, C x T2v, C x T3, C x TA e C x TAv são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1) são proxies do risco das empresas. Índice book-to-market (BTM), Variação das Vendas (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF), Volatilidade (VOL), Liquidez em bolsa (LB) e Cris (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. * Significante ao nível de pelo menos 10%.*

Tabela 4 – Fator de inflação da variância – VIF

Painel A		ROE					
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,47	1,37	1,52	1,43	1,49	1,60	1,46
C x T	9,83	2,42	10,09	5,50	2,45	28,48	32,60
BTM	1,16	1,27	1,31	1,19	1,15	1,15	1,19
VVND	1,12	1,14	1,10	1,08	1,11	1,13	1,08
ATV	1,08	1,10	1,08	1,05	1,03	1,09	1,03
AF	1,02	1,12	1,06	1,02	1,09	1,04	1,07
C	9,81	2,48	9,97	5,36	2,26	27,99	31,61
VIF Média	3,64	1,56	3,73	2,38	1,51	8,93	10,01

Painel B		ROA					
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,47	1,37	1,47	1,42	1,40	1,60	1,41
C x T	9,83	2,24	10,07	5,55	2,37	28,03	31,12
BTM	1,14	1,23	1,31	1,17	1,13	1,13	1,16
VVND	1,12	1,14	1,10	1,08	1,11	1,12	1,08
ATV	1,08	1,10	1,08	1,05	1,03	1,09	1,03
C	9,80	2,38	9,96	5,36	2,20	27,57	30,24
VIF Média	4,07	1,58	4,16	2,61	1,54	10,09	11,01

Painel C		EBITs					
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,47	1,37	1,47	1,42	1,40	1,60	1,41
C x T	9,83	2,24	10,07	5,55	2,37	28,03	31,12
BTM	1,14	1,23	1,31	1,17	1,13	1,13	1,16
VVND	1,12	1,14	1,10	1,08	1,11	1,12	1,08
ATV	1,09	1,10	1,08	1,05	1,03	1,09	1,03
C	9,80	2,38	9,96	5,36	2,20	27,57	30,24
VIF Média	4,07	1,58	4,16	2,61	1,54	10,09	11,01

Painel D		B					
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,49	1,28	2,04	1,45	1,35	1,81	1,42
C x T	10,17	2,20	11,63	5,53	2,36	31,12	27,32
BTM	1,27	1,40	1,46	1,37	1,25	1,27	1,31
VOL	1,26	1,25	1,45	1,29	1,24	1,32	1,27
LB	1,21	1,20	1,62	1,15	1,10	1,36	1,10
C	10,03	2,26	11,32	5,35	2,17	30,19	27,56
VIF Média	4,24	1,60	4,92	2,69	1,58	11,18	10,00

Painel E		WACC					
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,57	1,28	1,91	1,44	1,52	1,80	1,37
C x T	9,79	2,16	9,16	5,58	2,40	28,25	30,84
B	1,09	1,09	1,09	1,08	1,19	1,06	1,07
BTM	1,11	1,26	1,47	1,23	1,11	1,12	1,14
LB	1,26	1,21	1,69	1,13	1,08	1,38	1,06
C	9,71	2,22	8,92	5,31	2,29	27,58	30,27
VIF Média	4,09	1,54	4,04	2,63	1,60	10,20	10,96

...continuação

Painel F	WACCt1						
	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
T	1,59	1,29	1,99	1,38	1,58	1,75	1,41
C x T	11,09	2,28	9,26	5,87	2,43	26,88	29,73
B	1,18	1,10	1,11	1,08	1,28	1,08	1,10
BTM	1,13	1,29	1,56	1,22	1,13	1,14	1,16
LB	1,45	1,21	1,75	1,15	1,12	1,44	1,09
C	11,20	2,38	9,28	5,58	2,29	26,65	29,16
VIF Média	4,61	1,59	4,16	2,71	1,64	9,82	10,61

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os números representam o fator de inflação de variância - VIF. T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1, C x T1v, C x T2, C x T2v, C x T3, C x TA e C x TAv são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1) são proxies do risco das empresas. Índice book-to-market (BTM), Variação das Vendas (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF), Volatilidade (VOL), Liquidez em bolsa (LB) e Crise (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos.

Pelo resultado do Teste F de Chow e a consequente adoção do modelo de efeitos fixos para todas as regressões, as hipóteses 3, 4 e 5 serão verificadas através de testes de diferenças de médias. Isso porque, nos modelos de regressões com dados em painéis, utilizando-se efeitos fixos, as variáveis constantes para cada elemento *i* (empresas), como a *dummy* de país, são excluídas. Dessa forma, o seguinte modelo econométrico foi utilizado para análise das 42 regressões com dados em painéis:

$$VD_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 VI'_{it} + \beta_n VC'_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo de Efeitos Fixos com erros-padrão robustos clusterizados onde: VD_{it} = Variável dependente: ROA, EBITs, Beta, WACC ou WACCt1; β_0 = Intercepto; β_1 = Coeficiente da variável independente; VI_{it} = Variável independente: T1, T1v, T2, T2v, T3, TA ou TAv; β_n = Coeficiente de cada variável de controle; VC_{it} = 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 μ_{it} = Termo de erro.

Com o mero objetivo de facilitar a identificação, os 42 modelos de regressão foram numerados de 1 a 42, conforme se observa na Tabela 5.

Tabela 5 – Identificação dos modelos de regressão

Variável Dependente	Variável Independente	Variáveis de Controle	Modelo
ROE	T1	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxT1	1
ROE	T2	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxT2	2
ROE	T3	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxT3	3
ROE	TA	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxTA	4
ROE	T1V	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxT1V	5
ROE	T2V	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxT2V	6
ROE	TAV	BTM, VVND, ATV, AF, C e CxTAV	7

...continuação

Variável Dependente	Variável Independente	Variáveis de Controle	Modelo
ROA	T1	BTM, VVND, ATV, C e CxT1	8
ROA	T2	BTM, VVND, ATV, C e CxT2	9
ROA	T3	BTM, VVND, ATV, C e CxT3	10
ROA	TA	BTM, VVND, ATV, C e CxTA	11
ROA	T1V	BTM, VVND, ATV, C e CxT1V	12
ROA	T2V	BTM, VVND, ATV, C e CxT2V	13
ROA	TAV	BTM, VVND, ATV, C e CxTAV	14
EBITS	T1	BTM, VVND, ATV, C e CxT1	15
EBITS	T2	BTM, VVND, ATV, C e CxT2	16
EBITS	T3	BTM, VVND, ATV, C e CxT3	17
EBITS	TA	BTM, VVND, ATV, C e CxTA	18
EBITS	T1V	BTM, VVND, ATV, C e CxT1V	19
EBITS	T2V	BTM, VVND, ATV, C e CxT2V	20
EBITS	TAV	BTM, VVND, ATV, C e CxTAV	21
B	T1	BTM, VOL, LB, C, CxT1	22
B	T2	BTM, VOL, LB, C, CxT2	23
B	T3	BTM, VOL, LB, C, CxT3	24
B	TA	BTM, VOL, LB, C, CxTA	25
B	T1V	BTM, VOL, LB, C, CxT1V	26
B	T2V	BTM, VOL, LB, C, CxT2V	27
B	TAV	BTM, VOL, LB, C, CxTAV	28
B	T1	BTM, VOL, LB, C, CxT1	22
B	T2	BTM, VOL, LB, C, CxT2	23
B	T3	BTM, VOL, LB, C, CxT3	24
B	TA	BTM, VOL, LB, C, CxTA	25
B	T1V	BTM, VOL, LB, C, CxT1V	26
B	T2V	BTM, VOL, LB, C, CxT2V	27
B	TAV	BTM, VOL, LB, C, CxTAV	28
WACC	T1	BTM, VOL, LB, B, C, CxT1	29
WACC	T2	BTM, VOL, LB, B, C, CxT2	30
WACC	T3	BTM, VOL, LB, B, C, CxT3	31
WACC	TA	BTM, VOL, LB, B, C, CxTA	32
WACC	T1V	BTM, VOL, LB, B, C, CxT1V	33
WACC	T2V	BTM, VOL, LB, B, C, CxT2V	34
WACC	TAV	BTM, VOL, LB, B, C, CxTAV	35
WACCt1	T1	BTM, VOL, LB, B, C, CxT1	36
WACCt1	T2	BTM, VOL, LB, B, C, CxT2	37
WACCt1	T3	BTM, VOL, LB, B, C, CxT3	38
WACCt1	TA	BTM, VOL, LB, B, C, CxTA	39
WACCt1	T1V	BTM, VOL, LB, B, C, CxT1V	40
WACCt1	T2V	BTM, VOL, LB, B, C, CxT2V	41
WACCt1	TAV	BTM, VOL, LB, B, C, CxTAV	42

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.2. Análise descritiva e testes de diferenças de médias

Com o intuito de dar uma visão geral dos dados da amostra utilizada, o Quadro 6 apresenta as estatísticas básicas – quantidade de observações, média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo – de cada variável, no geral, e por país.

Quadro 6 – Estatísticas Descritivas

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
TA _v	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
WACC ₁	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
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

...continuação

Variável / País	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Coef. Variação
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: Elaborado pelo Autor

Nota: Os números representam a quantidade de observações (Obs.) a média, o desvio padrão, valor mínimo e máximo e o coeficiente de variação de cada variável no geral e para cada país. T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1, C x T1v, C x T2, C x T2v, C x T3, C x TA e C x TAv são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1) são proxies do risco das empresas. Índice book-to-market (BTM), Variação das Vendas (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF), Volatilidade (VOL), Liquidez em bolsa (LB) e Crise (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014.

Das variáveis que mensuram a transparência, a T1v (suavização dos lucros) é a que possui maior dispersão (coeficiente de variação de -1,119), apresentando um desvio padrão de 0,780 e média de -0,65, e com um valor mínimo de -2,643, e máximo, de 1,079. Essa maior dispersão é refletida nas subamostras por país. No caso brasileiro, tem-se um desvio padrão de 0,897 e média de -1,500. Já para os Estados Unidos, a variável T1v apresenta um desvio padrão de 0,749 e uma média de -0,602.

Por outro lado, a variável de transparência TA (transparência agregada) é a que apresenta a menor dispersão (coeficiente de variação de 0,182), com um desvio padrão geral de 0,052, média de -0,058 e valor mínimo e máximo de, respectivamente, -0,289 e -0,001. Na subamostragem por país, o desvio padrão e a média brasileira são, respectivamente, 0,005 e -0,047. No caso norte-americano, esses valores correspondem a 0,054 e -0,059.

Na Tabela 6, apresentam-se as médias das sete variáveis de transparência para cada país. Testando a normalidade dessas variáveis através da metodologia proposta por Shapiro e Francia (1972) – aplicada no Stata 13[®] através do comando *sfrancia* – 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, conforme recomendado por Fávero *et al.* (2009), a comparação das diferenças das médias quando as variáveis não obedecem a uma distribuição normal deve ser realizada com um teste não paramétrico.

Tabela 6 – Valores médios das variáveis de Transparência

País	T1	T1v	T2	T2v	T3	TA	TAv
Brasil	0,3964	-1,5000	0,0564	0,9990	-0,0472	1,7815	2,5141
Estados Unidos	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	0,0000***	0,0056***	0,0000***	0,0000***	0,0389**	0,0001***	0,2786
Wilcoxon-Mann-Whitney	0,0004***	0,0166**	0,0001***	0,0004***	0,5276	0,0002***	0,1725

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os números representam os valores médios das variáveis de transparência para cada um dos países. T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013. *, ** e *** Diferenças entre as médias significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Dessa forma, utilizando-se o teste paramétrico t para as variáveis normais (operacionalizado no Stata 13[®] através do comando *ttest* com ou sem a opção *unequal* de acordo com desigualdade ou igualdade das variâncias respectivamente) e o teste não paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney para as variáveis não normais (operacionalizado no Stata 13[®] através do comando *ranksum*), rejeita-se (exceto para as variáveis T3 e TAv) a hipótese nula de que as médias das variáveis de transparência são iguais para os dois países ao nível de pelo menos 5%.

Assim, com o resultado dos testes de diferenças das médias das variáveis de transparência entre os países, rejeita-se a terceira hipótese nula (H_{03}) deste trabalho de que a transparência média das empresas norte-americanas seja estatisticamente igual à transparência média das empresas brasileiras para as variáveis T1, T1v, T2, T2v e TA.

Contudo, esses resultados não foram persistentes para todas as variáveis de transparência. Tomando-se como base a variável de suavização dos lucros (T1 e T1v), pode-se afirmar, conforme apresentado na Tabela 6, que as empresas norte-americanas são mais transparentes na medida em que seus lucros são menos suavizados através das variações dos *accruals*. Já, tomando-se como base a correlação entre a variação dos *accruals* e a variação do fluxo de caixa (T2 e T2v), as empresas norte-americanas são melhores avaliadas quando se

calcula a correlação em todo o período (T2). Por outro lado, quando a correlação é calculada no período de 5 anos e a medida de transparência passa a ser variável T2v, são as empresas brasileiras as mais transparentes.

Já para a variável T3, que mede a magnitude dos *accruals*, os resultados do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney 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 e TAv), que representam a posição média no ranking crescente de transparência, observa-se que, para TA – que considera no cálculo as variáveis T1, T2 e T3 – 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 de igualdade das médias.

Dessa forma, tomando-se como base os resultados estatisticamente significantes das diferenças das médias, temos que as empresas dos Estados Unidos apresentam maior transparência quando mensuradas por T1/T1v (suavização dos lucros), T2 (suavização e correlação entre os *accruals* e o fluxo de caixa operacional) e TA (transparência agregada). Por outro lado, ao se utilizar a medida T2 em sua forma variável, são as empresas brasileiras as mais transparentes.

Avançando para as variáveis de desempenho, de volta ao Quadro 6, observa-se que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é a variável que apresentou a maior dispersão (coeficiente de variação 1,794), com um desvio padrão de 0,209, uma média de 0,116 e valor mínimo e máximo de, respectivamente -0,398 e 0,605. No que tange aos países, as empresas norte-americanas foram menos dispersas na variável ROE, com um coeficiente de variação de 1,742 contra 3,620 da empresa brasileira.

O teste de Shapiro-Francia rejeita a hipótese nula de normalidade para as variáveis ROE, ROA e EBITs. Pelo teste de Wilcoxon-Mann-Whitney, não se pode rejeitar a hipótese nula de igualdade das médias entre os países para as variáveis ROE e EBITs. Ou seja, de acordo com o a Tabela 7, pode-se afirmar que a rentabilidade média das empresas norte-americanas é maior que a rentabilidade média da empresa brasileira somente quando se analisa o teste de diferenças das médias da variável ROA.

Tabela 7 – Valores médios das variáveis de Desempenho

País	ROE	ROA	EBITS
Brasil	0,0550	0,0013	0,0741
Estados Unidos	0,1203	0,0699	0,0895
Shapiro-Francia	0,0002	0,0055	0,0000
Teste t	0,4246	0,0834*	0,7072
Wilcoxon-Mann-Whitney	0,7045	0,0066***	0,6250

Fonte: Elaborado pelo Autor

*Nota: Os números representam os valores médios das variáveis de desempenho para cada um dos países. Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs). Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013. *, ** e *** Diferenças entre as médias significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.*

Com isso, considerando somente os resultados estatisticamente significantes das diferenças das médias entre os países, rejeita-se a quarta hipótese nula (H_{04}) deste trabalho de que o desempenho médio das empresas norte-americanas seja estatisticamente igual ao desempenho médio das empresas brasileiras.

Analisando as variáveis de risco – novamente de volta ao Quadro 6 – o custo médio ponderado de capital em t+1 (WACCt1) é a que apresenta a maior dispersão (coeficiente de variação de -1,395), com desvio padrão de 0,320, média de -0,229 e valor mínimo e máximo de -1,209 e 0,215. Quando se olha para os países, as empresas dos Estados Unidos apresentam uma menor dispersão para essa variável (coeficiente de variação de -1,286), com desvio padrão de 0,325 e média de -0,246, contra um desvio padrão e média de 0,171 e -1,135, respectivamente, para as empresas brasileiras.

Como apresentado na Tabela 8, o teste de Shapiro-Francia permite rejeitar a hipótese nula de normalidade das três variáveis de risco. 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. Assim, rejeita-se também a quinta hipótese nula (H_{05}) deste trabalho de que o risco médio das empresas norte-americanas seja estatisticamente igual ao risco médio das empresas brasileiras.

Tabela 8 – Valores médios das variáveis de Risco

País	Beta	WACC	WACCt1
Brasil	1,2936	-1,1348	0,0452
Estados Unidos	1,0679	-0,2459	-0,2498
Shapiro-Francia	0,0371	0,0000	0,0000
Teste t	0,0553**	0,0000***	0,0178**
Wilcoxon-Mann-Whitney	0,0041***	0,0000***	0,0030***

Fonte: Elaborado pelo Autor

*Nota: Os números representam os valores médios das variáveis de risco para cada um dos países. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1). Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. *, ** e *** Diferenças entre as médias significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.*

Da mesma forma que para a transparência, os resultados dos testes de diferenças de médias das variáveis de risco não foram persistentes em todos os casos. Os resultados dos testes para as variáveis beta (B) e custo médio ponderado de capital em t+1 (WACCt1) indicam que, na média, as empresas norte-americanas apresentam menor risco que a empresa brasileira. Por outro lado, o resultado do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para a variável custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) indica que a empresa brasileira apresenta menor risco que as empresas norte-americanas.

4.3. Resultados das regressões lineares

Conforme relatado nos testes de diagnósticos (item 4.1), para todas as 42 regressões utilizadas neste estudo, foi aplicado o método de efeitos fixos com dados em painéis. A primeira constatação é que, de forma persistente, em 14 dos 21 modelos de desempenho, a variável *Book-to-market* (BTM) apresenta uma relação significativa e negativa com as 3 variáveis de desempenho – conforme dados das Tabelas 9 e 10. Dessa forma, para a amostra selecionada, as empresas que possuem melhor avaliação do mercado (medida pelo índice *Book-to-market*) apresentam piores desempenhos, resultados esses que seguem os de Correia (2008) e Peixoto (2012).

Focando a análise nos 12 modelos de desempenho com as variáveis tradicionais de transparência, reportados na Tabela 9, observa-se que somente a variável T3 (magnitude dos *accruals*) nos modelos com EBITs (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), Bohren e Odegaard (2004), Silveira (2004), Lameira (2007) e Silva e Carvalho (2009).

A mesma relação encontrada entre transparência e desempenho também é observada para a variável de crise. Nos modelos 1, 2, 3, 4, 9 e 12, a crise possui relação positiva e significativa com as respectivas variáveis de desempenho ao nível de pelo menos 10%. Isso demonstra que, durante os períodos de crise, as empresas selecionadas na amostra apresentaram um desempenho médio superior aos dos períodos de não crise, o que também foi encontrado no trabalho de Peixoto (2012).

Tabela 9 – Resultado das regressões de Desempenho x Transparência tradicional

Variáveis	ROE				ROA				EBITs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
T1	---				---				---			
T2		---				---				---		
T3			-0,4334				0,0041				0,3363***	
TA				0,0051				-0,0042				0,0607
BTM	-0,0797**	-0,0644	-0,0761*	-0,0663**	-0,0347***	-0,0336***	-0,0331**	-0,0329***	-0,0438***	-0,0439***	-0,0046	-0,0473***
VVND	0,0225	0,0269	0,0292	0,0243	0,0211*	0,0207*	0,0210	0,0213	0,0555***	0,0552***	0,0717**	0,0537***
ATV	-12,1513	-12,891	-13,2576	-12,8643	-5,5602	-5,5881	-5,4617	-5,7168	-7,9930**	-7,9810**	-4,1595*	-6,7178**
AF	-0,0015	-0,0011	-0,0023	-0,0003								
C	0,2891*	0,2535**	0,0965	0,4405**	0,0546	0,0293	0,0331	0,0623	0,0312*	0,0210	0,0126	0,1098***
C x T1	-0,3862				-0,0475				-0,0073			
C x T2		-0,3809**				-0,0077				0,0106		
C x T3			0,7361*				0,1591				0,0767	
C x TA				-0,1638**				-0,0155				-0,0348***
Intercepto	0,2517	0,2907	0,2540	0,2739	0,1258	0,1282	0,1265	0,1419	0,1754**	0,1751**	0,1704***	-0,0017

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os algarismos arábicos na parte superior da tabela identificam os modelos conforme Tabela 4 e os números de cada célula representam os coeficientes (β) de cada variável para cada modelo. T1, T2, T3 e TA são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1, C x T2, C x T3 e C x TA são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. Índice book-to-market (BTM), Variação das Vendas (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF). Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. *, ** e *** representam que os coeficientes são significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 10 – Resultado das regressões de Desempenho x Transparência variável

Variáveis	ROE				ROA				EBITs			
	13	14	3	15	16	17	7	18	19	20	11	21
T1v	0,0579*				0,0208*				0,0144			
T2v		-0,0056				0,0021				-0,0198		
T3			-0,4334				0,0041				0,3363***	
TA_v				-0,0108				0,0001				0,0618
BTM	-0,0560	-0,0676	-0,0761*	-0,0714	-0,0277**	-0,0326**	-0,0331**	-0,0317**	-0,0054	-0,0039	-0,0046	-0,0079
VVND	-0,0031	0,0141	0,0292	0,0198	0,0131	0,0190	0,0210	0,0214	0,0734**	0,0786**	0,0717**	0,0752***
ATV	-16,4024**	-11,9643	-13,2576	-12,5178	-71,2300	-57,3420	-54,6170	-57,9050	-4,6031*	-4,2100*	-4,1595*	-4,2438*
AF	-0,0023	-0,0013	-0,0023	-0,0013								
C	0,0361	0,0638	0,0965	-0,0065	0,0209	0,0189	0,0331	-0,0412	0,0317	-0,0010	0,0126	-0,0276
C x T1v	0,0200				0,0086				0,0417			
C x T2v		-0,0532				0,0088				0,0233		
C x T3			0,7361*				0,1591				0,0767	
C x TA_v				0,0241				0,0282				0,0179
Intercepto	0,4320*	0,2707	0,2540	0,2988	0,1882*	0,1307	0,1265	0,1353	0,1676**	0,1623**	0,1704***	0,0016

Fonte: Elaborado pelo Autor

*Nota: Os algarismos arábicos na parte superior da tabela identificam os modelos conforme Tabela 4 e os números de cada célula representam os coeficientes (β) de cada variável para cada modelo. T1v, T2v, T3 e TA_v são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1v, C x T2v, C x T3 e C x TA_v são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. Índice book-to-market (BTM), Variação das Vendas (VVND), Ativo (ATV), Alavancagem Financeira (AF) e Crise (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. *, ** e *** representam que os coeficientes são significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.*

Por outro lado, analisando as interações entre Crise e Transparência, observa-se que, nos modelos 2, 4 e 12, essas variáveis são significantes 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 acabam por apresentar menores desempenhos durante as crises, porém mais verossímeis.

Contudo, o resultado encontrado para a interação entre Crise e Transparência, especificado no modelo 3, vai ao encontro com os dos modelos 2, 4 e 12. No modelo do ROE com T3 (3), a interação entre Crise e Transparência é positiva e significativa ao nível de 10%. Ou seja, 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.

Observa-se também que, apenas para os modelos que têm como variável dependente o ROA (5, 6, 7 e 8), nem as variáveis de gerenciamento de resultado e nem as suas respectivas interações com a crise foram significantes. Isso demonstra, até certo ponto, a força desse indicador de resultado frente ao gerenciamento de resultados, já que, por sua própria constituição (tendo, por exemplo, o Ativo em seu denominador), o ROA se torna mais difícil de gerenciar.

Avançando a análise para as informações apresentadas na Tabela 10, observa-se que, nos modelos 13 e 16, a variável T1v (suavização dos *accruals*) se relaciona de forma positiva e significativa com o desempenho (ROE e ROA, respectivamente) ao nível de 10%. Da mesma forma que o encontrado no modelo 11, esses resultados fortalecem a literatura, definindo que, na média, as empresas mais transparentes também apresentam 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 neste estudo não permitem, categoricamente, a rejeição da primeira hipótese nula (H_{01}) de que não existe relação estatisticamente significativa entre transparência e o desempenho nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa. Conforme apresentado na Tabela 11, dos 15 modelos testados que continham a variável de transparência, 12 não permitiram rejeitar H_{01} ,

visto que não apresentaram relação significativa entre a Transparência e o Desempenho. Por outro lado, outros 3 modelos obtiveram motivos suficientes para se rejeitar H_{01} e confirmar a hipótese alternativa de que existe uma relação positiva e significativa entre transparência e o desempenho para a amostra selecionada.

Tabela 11 – Relação entre as variáveis de Transparência e de Desempenho

Variáveis	ROE	ROA	EBITs
T1	---	---	---
T1v	<u>Rejeita H_{01} (+)</u>	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}
T2	---	---	---
T2v	<u>Rejeita H_{01} (+)</u>	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}
T3	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}	<u>Rejeita H_{01} (+)</u>
TA	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}
TAv	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}	Não Rejeita H_{01}

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TA v são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITs) são proxies para o desempenho das empresas. (+) representa relação positiva e significativa ao nível de pelo menos 10%.

Apesar da limitação do tamanho da amostra, a robustez e a 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, serão discutidas mais adiante. 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 (2007) podem ter baixa robustez e/ou validade para a mensuração de gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, para a mensuração da 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 e estão reportados na Tabela 12, observa-se que apenas no modelo 28 existe uma relação significativa e, no caso, positiva, entre a variável de transparência (T3 – magnitude dos *accruals*) e a de risco (WACC no tempo corrente), indicando, assim, que as empresas mais transparentes apresentam também maior o risco.

Tabela 12 – Resultado das regressões de Risco x Transparência tradicional

Variáveis	B				WACC				WACCt1			
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
T1	---				---				---			
T2		---				---				---		
T3			-0,8208				0,6961**				0,6420	
TA				-0,0361				-0,0026				0,0329
BTM	0,0358	0,0427	0,0070	0,0459	-0,2380**	-0,2359**	-0,2308**	-0,2331**	-0,1543**	-0,1546**	-0,1479**	-0,1494**
VOL	-0,0006***	-0,0006**	-0,0005***	-0,0006**								
LB	-0,0464	-0,0505	-0,0881	-0,0480	0,0400	0,0381	0,0308	0,0388	0,0364	0,0320	0,0255	0,0328
B					-0,0769	-0,0653	-0,0420	-0,0730	-0,0456	-0,0448	-0,0209	-0,0450
C	0,2671*	-0,0624	0,0785	0,2333	0,1339	0,0028	-0,0444	0,2455	0,1781	-0,1171	-0,1016***	0,1859
C x T1	-0,4050**				-0,2198				-0,4087			
C x T2		0,1459				-0,0061				0,1164		
C x T3			0,5939				-0,5730				-0,6636	
C x TA				-0,0867				-0,1022				-0,1046
Intercepto	1,2320***	1,2116***	0,8910**	1,3165*	-0,3859	-0,4038	-0,4106*	-0,3819	-0,2258	-0,2473	-0,2511	-0,3124

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os algarismos arábicos na parte superior da tabela identificam os modelos conforme Tabela 4 e os números de cada célula representam os coeficientes (β) de cada variável para cada modelo. T1, T2, T3 e TA são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1, C x T2, C x T3 e C x TA são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em $t + 1$ (WACCt1) são proxies do risco das empresas. Índice book-to-market (BTM), Volatilidade (VOL), Liquidez em bolsa (LB) e Crise (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos. Todos os modelos foram controlados pelo país e setor. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. *, ** e *** representam que os coeficientes são significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente

Tabela 13 – Resultado das regressões de Risco x Transparência variável

Variáveis	B				WACC				WACCt1			
	34	35	24	36	37	38	28	39	40	41	32	42
T1v	0,0082				0,0204				0,0251			
T2v		-0,0311				-0,0651				-0,0461		
T3			-0,8208				0,6961**				0,6420	
Tav				-0,0379				-0,0029				0,0209
BTM	0,0423	0,0398	0,0070	0,0106	-0,2371**	-0,2314**	-0,2308**	-0,2431**	-0,1553**	-0,1471**	-0,1479**	-0,1551**
VOL	-0,0005***	-0,0006***	-0,0005***	-0,0005**								
LB	-0,0768	-0,1302***	-0,0881	-0,1020	0,0376	0,0516	0,0308	0,0333	0,0308	0,0623*	0,0255	0,0303
B					-0,0788	-0,0781	-0,0420	-0,0693	-0,0306	-0,0138	-0,0209	-0,0389
C	0,0238	-0,1518	0,0785	0,0455	-0,0697	-0,0440	-0,0444	0,1848	-0,1172*	-0,0882	-0,1016***	0,1085
C x T1	0,0220				-0,1202*				-0,1045			
C x T2		0,2569				0,0537				0,0402		
C x T3			0,5939				-0,5730				-0,6636	
C x TA				-0,0020				-0,0780				-0,0714
Intercepto	1,0555***	0,8808***	0,8910**	0,9697*	-0,3783	-0,2839	-0,4106*	-0,4263*	-0,2581	-0,1182	-0,2511	-0,3108*

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: Os algarismos arábicos na parte superior da tabela identificam os modelos conforme Tabela 4 e os números de cada célula representam os coeficientes (β) de cada variável para cada modelo. T1v, T2v, T3 e Tav são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). C x T1v, C x T2v, C x T3, e C x Tav são as interações entre a variável de crise e cada uma das variáveis de transparência. Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1) são proxies do risco das empresas. Índice book-to-market (BTM), Volatilidade (VOL), Liquidez em bolsa (LB) e Crise (C) são as variáveis de controles adotadas nos modelos. Todos os modelos foram controlados pelo país e setor. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013, para o WACC t+1 os dados são referentes ao 1º trimestre dos anos de 2004 a 2014. *, ** e *** representam que os coeficientes são significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Apesar de esse resultado ir de encontro aos estudos de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), ele corrobora com os achados na pesquisa de Salmasi (2007). 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 (2007) 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. Ou, transportando para a realidade deste estudo, que as empresas mais arriscadas tendem a ser mais transparentes e, por consequência, tendem a gerenciar menos os seus resultados com o intuito de minimizar seus riscos frente aos investidores.

Para os demais modelos – tanto utilizando a forma tradicional de transparência (modelos de 22 a 33 na Tabela 12) quanto a forma variável de transparência (modelos de 34 a 42 na Tabela 13) – não foram encontradas relações significantes entre as variáveis de transparência e risco. Apesar de contrariar Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), por outro lado, esses resultados corroboram com a pesquisa de Peixoto (2012), que também não encontrou nenhuma relação significativa entre seu índice de governança e as *proxies* de risco Beta, WACC e WACCt1.

Assim, considerando o segundo conjunto de hipóteses deste estudo, conforme se apresenta na Tabela 14, têm-se motivos suficientes, em apenas um caso, para se rejeitar a hipótese nula (H_{02}) de que não existe relação significativa entre transparência e risco. Em contrapartida, os outros 14 modelos não apresentaram indícios suficientes para que essa hipótese nula seja rejeitada.

Tabela 14 – Relação entre as variáveis de Transparência e de Risco

Variáveis	Beta	WACC	WACCt1
T1	---	---	---
T1v	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}
T2	---	---	---
T2v	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}
T3	Não Rejeita H_{02}	Rejeita H_{02} (+)	Não Rejeita H_{02}
TA	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}
TAv	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}	Não Rejeita H_{02}

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: T1, T1v, T2, T2v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em $t + 1$ (WACCt1) são *proxies* do risco das empresas. (+) / (-) representa relação positiva/negativa e significativa ao nível de pelo menos 10%.

Corroborando com Lameira (2007), a variável *book-to-market* apresentou relação estatisticamente significativa e negativa para todos os modelos com o custo médio ponderado de capital (WACC e/ou WACCt1). Dessa forma, o entendimento do comportamento da variável *book-to-market* (BTM) é mais facilmente assimilado quando se analisam em conjunto os resultados nas regressões de Desempenho e Risco, ou seja, as empresas mais bem avaliadas pelo mercado, com maior BTM, apresentam, na média, menores riscos e, por consequência, menores retornos para seus investidores.

Prosseguindo com a análise, para a variável de crise e suas respectivas interações com as variáveis de transparência, seja na forma tradicional ou variável, somente em 3 modelos foram encontrados resultados significantes ao nível de pelo menos 10%.

No modelo 22, a crise possui relação positiva e significativa com o Beta, corroborando com Peixoto (2012) que também encontrou uma relação positiva entre crise e Beta. Isso indica que, nos períodos de crise, o risco sistemático médio das empresas é aumentado, capturando, assim, as instabilidades econômicas. Nesse mesmo modelo, a interação entre crise e a variável de transparência T1 (suavização dos lucros) apresentou uma relação significativa e negativa com o Beta, indicando que, nos momentos de crise, mesmo que o risco sistemático médio seja aumentado, as empresas mais transparentes apresentam um risco médio menor.

Essa mesma relação de significativa e negativa entre a interação de crise com a transparência e a variável de risco (WACC) foi encontrada no modelo 37, indicando também que, nos momentos de crise, as empresas mais transparentes apresentam, na média, menor risco quando medido através do custo médio ponderado de capital, no tempo corrente (WACC).

Já no modelo 32, que relaciona T3 (magnitude dos *accruals*) com o custo médio ponderado de capital em t+1, a variável de crise apresentou relação significativa e negativa com a *proxy* de risco, indicando, assim, que, para essa amostra, o custo médio ponderado de capital é reduzido após períodos de crise.

Toda essa discussão de resultados 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. De forma

geral, dos 30³ modelos que relacionam as variáveis de transparência com as variáveis de desempenho e risco, somente 4 apresentaram relações significantes.

Ainda que de forma limitada, devido ao tamanho da amostra, a fragilidade dessas variáveis na mensuração do gerenciamento de resultados é destacada nos resultados apresentados no Quadro 7.

Quadro 7 – Resultado da regressões das subamostras de períodos

	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: Elaborado pelo Autor

*Nota: Os números de cada célula representam os coeficientes (β) de cada variável para cada modelo em cada subamostra de tempo. Nesse conjunto de regressões foram analisados somente os modelos que apresentaram alguma significância entre as variáveis de transparência e desempenho/risco. T1, T2, T3 e TA são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA) e EBIT sobre as vendas (EBITS) são proxies para o desempenho das empresas. Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) é proxy para o risco das empresas. Os dados são relativos ao fechamento do período de 2003 a 2013 divididos em 2 amostras: de 2003 a 2007 e de 2008 a 2013. *, ** e *** representam que os coeficientes são significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.*

Espera-se que a divisão da amostra em duas subamostras de períodos, 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 as regressões em subamostras do modelo 11, a relação positiva e significativa foi mantida apenas para o período de 2003 a 2007. Já para as regressões em subamostras do modelo 16, o resultado significativo e positivo foi mantido para o período de 2008 a 2013.

4.4. Resumo dos resultados e limitações da pesquisa

O principal objetivo desta pesquisa foi investigar a relação existente entre a transparência, o desempenho e o risco nas instituições de comércio eletrônico listadas na NASDAQ e na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2003 a 2013.

³ Vale ressaltar que os 6 modelos com T1 e os 6 modelos com T2 não foram considerados na análise da relação entre transparência e desempenho/risco, visto que essas variáveis foram omitidas na regressão devido à utilização de efeitos fixos.

Para isso, revisou-se o arcabouço teórico que envolve os temas de Governança Corporativa, Transparência, Desempenho, Risco e Comércio Eletrônico, permitindo, assim, a elaboração de 5 conjuntos de hipóteses: H₁: existe uma relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) entre transparência e o desempenho nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa; H₂: existe nenhuma relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) entre transparência e risco nas empresas de comércio eletrônico da NASDAQ e da BM&F Bovespa; H₃: a transparência média das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente da transparência média das empresas brasileiras; H₄: o desempenho médio das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente do desempenho médio das empresas brasileiras; e H₅: o risco médio das instituições norte-americanas é estatisticamente diferente do risco médio das empresas brasileiras.

Metodologicamente, para se conseguir analisar cada uma das hipóteses, lançou-se mão de testes de diferenças das médias (para H₃, H₄ e H₅) e de regressões lineares com dados em painel (para H₁ e H₂). Nesse segundo método, buscaram-se relacionar variáveis de desempenho e risco com as variáveis de transparência, com o objetivo de analisar os efeitos dessas sobre aquelas em 42 modelos diferentes.

Para mensuração do desempenho foram utilizadas como variáveis o Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Lucro antes dos juros e imposto de renda dividido pelas vendas (EBITs). Já o risco foi medido através do Beta das ações (B) e o Custo médio ponderado de capital no tempo corrente e em $t + 1$ (WACC e WACC_{t1}).

Para a Transparência, utilizaram-se as variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003): 1 – suavização dos lucros (T1 e T1v), 2 – suavização e correlação entre os *accruals* e o fluxo de caixa operacional (T2 e T2v); e 3 – magnitude dos *accruals* (T3) e a posição média no ranking crescente de gerenciamento de resultados (TA e TA_v). Todas essas variáveis foram utilizadas em sua forma Tradicional e na forma Variável, que considerou para os cálculos somente os últimos 5 anos.

Além das variáveis de controle indicadas pela revisão da literatura, os modelos de regressão contaram, ainda, com *dummies*, os períodos de Crise, e com as interações entre Transparência e Crise. Ressalta-se ainda que, para atender aos pressupostos dos modelos de regressão, todas as variáveis foram transformadas para que aproximassem ao máximo de uma distribuição normal.

Avaliando primeiramente a significância das diferenças entre as médias das variáveis de Transparência entre os países, pode-se afirmar que, exceto para T3 e TA_v, a transparência

média das empresas dos EUA e do Brasil não são iguais, confirmando, assim, a hipótese 3 (H_3) deste estudo. O teste de diferença das médias, resumido no Quadro 8, revela que as empresas norte-americanas são mais transparentes quando se têm como *proxies* as variáveis T1, T1v, T2 e TA. Já quanto à variável T2v, são as empresas brasileiras que, na média, possuem maior transparência.

Quadro 8 – Resumo dos resultados dos testes de diferenças de médias

	EUA	Brasil
Diferença das médias de Transparência	Maior para T1, T1v, T2 e TA	Maior para T2v
Diferença das médias de Desempenho	Maior para ROA	---
Diferença das médias de Risco	Maior para WACC	Maior para Beta e WACC em t+1

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: O quadro apresenta somente os resultados significantes ao nível de pelo menos 10%. Os demais resultados não explícitos no quadro não foram significantes ao nível de pelo menos 10%. T1, T1v, T2, T2v e TA são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Retorno sobre o ativo (ROA) é proxy para o desempenho das empresas. Beta e Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACCt1) são proxies do risco das empresas.

O teste de diferença das médias da variável ROA permite rejeitar a quarta hipótese nula (H_{04}) de que o desempenho médio das empresas norte-americanas é estatisticamente igual ao desempenho médio das empresas brasileiras. A variável ROA indica que o desempenho médio das empresas norte-americanas é maior que o das empresas brasileiras. Por outro lado, quando se analisam as variáveis ROE e EBITs, o teste de diferenças de médias não permite a rejeição de H_{04} .

Para finalizar os resultados dos testes de diferenças de médias, a hipótese 5 (H_5) desta pesquisa é para todas as três variáveis de risco. Contudo, a depender da *proxy* escolhida, os resultados podem variar. Analisando o beta e o custo médio ponderado de capital em t+1, são as empresas brasileiras que, na média, apresentam maiores riscos. Por outro lado, quando a variável é o custo médio ponderado de capital no tempo corrente, são as empresas norte-americanas que apresentam, na média, maior risco.

Avançando para os resultados das regressões, conforme reportado no Quadro 9, e tomando somente os resultados significantes ao nível de pelo menos 10%, a primeira hipótese nula (H_{01}) é rejeitada para as regressões que relacionam T1v com ROE e ROA e T3 com EBITs. Essa confirmação de que, na média, quanto mais transparente é uma empresa, melhor é o seu desempenho, coadunando com os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Bohren

e Odegaard (2004), Silveira (2004), Lameira (2007) e Silva e Carvalho (2009), que também encontraram relações positivas entre Governança Corporativa e Desempenho.

Quadro 9 – Resumo dos resultados das regressões

Variável Dependente	Tem relação significativa com a Transparência? Qual Sentido?	Tem relação significativa com a Crise? Qual sentido?	Tem relação significativa com a Interação de Crise com a Transparência? Qual sentido?
ROE	Sim. T1v (+).	Sim. Modelo 1 (+), Modelo 2 (+) e Modelo 4 (+).	Sim. CxT2 (-), CxT3 (+) e CxTA (-).
ROA	Sim. T1v (+).	Não.	Não.
EBITs	Sim. T3 (+).	Sim. Modelo 9 (+) e Modelo 12 (+).	Sim. CxTAv (-).
Beta	Não.	Sim. Modelo 22 (+).	Sim. CxT1 (-).
WACC	Sim. T3 (+).	Sim. Modelo 32 (-) e Modelo 40 (-).	Sim. CxT1 (-).
WACC t+1	Não.	Não.	Não.

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota: O quadro apresenta somente os resultados significantes ao nível de pelo menos 10%. Os demais resultados não explícitos no quadro não foram significantes ao nível de pelo menos 10%. T1, T1v, T3, TA e TAv são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). CxT1, CxT2, CxT3, CxTA e CxTAv representam a interação entre crise e a respectiva variável de transparência.

Considerando ainda somente os resultados significantes, da mesma forma que Peixoto (2012), o estudo revela que, em momentos de crise, o desempenho médio das empresas é superior. Por outro lado, a partir da interação entre Crise e Transparência, observa-se que, nas crises, as empresas que menos gerenciam os seus resultados apresentam piores desempenhos (CxT2 e CxTA). Assim, infere-se que, na média, as empresas mais transparentes apresentam resultados menos gerenciados, porém tais resultados são, na média, menores que o das empresas menos transparentes.

Já o único resultado significativo das regressões entre Transparência e Risco (modelo com WACC e T3) permite rejeitar a segunda hipótese nula (H_{02}) de não existência de uma relação significativa entre essas duas variáveis.

No geral, nos momentos de crise, os resultados significantes demonstram que o beta consegue capturar as instabilidades econômicas, apresentando, assim, uma relação positiva entre crise e risco, conforme aponta Peixoto (2012). Por outro lado, analisando a interação entre Crise e Transparência, observa-se que, nos momentos de crise as, empresas que, na média, são mais transparentes apresentam menores riscos, tanto mensurados através do beta quanto do custo médio ponderado de capital.

Ainda que no limite de uma das restrições desse trabalho – o tamanho da amostra – a análise desse conjunto de resultados e, principalmente, a grande quantidade de regressões sem coeficientes significantes para as variáveis explicativas, leva ao questionamento da eficiência das variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) na mensuração do gerenciamento

de resultados e, por consequência, da Transparência. De 30 regressões, somente em 4 modelos os resultados foram significantes.

A fragilidade dessas *proxies* de transparência se torna mais evidente quando se repetem as regressões com resultados significantes em 2 subamostras da base de inicial, formadas, respectivamente, pelos períodos de 2003 a 2007 e de 2008 a 2013. É de se esperar que o resultado dessas regressões se mantenha alinhado com os resultados iniciais. Contudo, em nenhuma das regressões para as subamostras, a significância dos coeficientes foi mantida.

Apesar do embasamento teórico na seleção das variáveis e na metodologia adotada, ressaltam-se algumas limitações desta pesquisa:

- a) Devido à análise de um único subsetor da economia, comércio eletrônico, e de sua relativa recência, a seleção de dados ficou limitada tanto com relação ao período quanto com relação à quantidade de empresas participantes do estudo;
- b) A amostra brasileira é formada por apenas uma empresa, ainda que, na média, ela represente 30% do mercado e, em alguns anos, mais de 50%;
- c) Para mensuração da transparência, foram utilizadas somente as variáveis de gerenciamento de resultado propostas por Leuz, Nana e Wysocki (2003). Outras *proxies* de transparência (gerenciamento de resultados) poderiam levar a resultados distintos.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde seu nascimento, a Internet atravessou diversas crises (as 2008 e 2011, no período desse estudo) e pelo menos um quase colapso (estouro da bolha de 2000), contudo sempre manteve o seu crescimento em praticamente qualquer métrica (usuários, tempo de navegação, pesquisas, compras, etc), como demonstrado no item 2.3 deste estudo. Hoje em dia, a Internet permeia o cotidiano humano de tal forma que praticamente nenhuma empresa ou instituição pode ignorá-la.

Alcançando uma movimentação de US\$ 2,3 trilhões em 2010, nos países do G-20, a economia digital apresentou volume econômico maior que o PIB de países como o Brasil (US\$ 2,1 trilhões) e a Itália (US\$ 2,1 trilhões). Caso fosse uma nação, a Internet alcançaria, em 2016, um PIB de US\$ 4,2 trilhões, ficando entre as 5 maiores economias do mundo, atrás apenas de Estados Unidos, China, Japão e Índia.

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, por este estudo, 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.

Dessa forma, sugere-se como estudos futuros testar a robustez das variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e, por consequência, buscar variáveis possivelmente mais completas e que reflitam de forma mais assertiva o gerenciamento de resultados e a transparência. Um caminho a ser trilhado pode partir do estudo bibliométrico de Martinez (2013), que levanta diversas formulações para se mensurar o gerenciamento de resultado.

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. Além de acrescentar robustez aos resultados, estudos mais abrangentes como os citados permitirão uma melhor comparação e entendimento do comércio eletrônico ao redor do mundo contribuindo. Ainda em busca de uma maior robustez, a utilização de correlações canônicas e de regressões com equações estruturais também poderiam contribuir para um melhor entendimento da relação entre transparência e desempenho/risco.

Considerando o contexto do comércio eletrônico nacional que, conforme o eBit (2014), e os dados deste estudo, 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. Como também apontado por esse estudo, a busca pela transparência pode ser inspirada nas empresas norte-americanas que servem como benchmark nesse quesito.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F.; ALMEIDA, J. C. G. Auditoria e *earnings management*: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p.62-74, nov. 2009.
- ALVES, D.; RIBEIRO, K.; MANTESE, F. Governança Corporativa e desempenho das ações de empresas do setor elétrico. In: X Seminários em Administração da FEA/USP (SEMEAD), São Paulo. **Anais...** 2007.
- ALVES, L.; GONÇALVES, F.; PEIXOTO, F. Transparência e Risco: um estudo sobre o gerenciamento de resultados no Brasil. In: XVII Seminários em Administração da FEA/USP (SEMEAD), São Paulo. **Anais...** 2014
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 2a. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 179–234, dez.2010.
- BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **Stata Journal**. v.1, n.1, p. 101-104, 2001.
- BAUM, C. F.; SCHAFFER M. E.; STILLMAN S. **ivreg2**: Stata module for extended instrumental variables/2SLS, GMM and AC/HAC, LIML, and k-class regression. Boston College Department of Economics, Statistical Software Components S42540. 2007. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/c/boc/bocode/s425401.html>>.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **Review of Financial Studies**. v. 23. n. 3, p. 939-961, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1508146>>. Acesso em 18 abr. 2014.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. **ECGI – Finance Working Paper n. 28/2003**, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=423461>> Acesso em 23 abr. 2014.
- BOZEC, R.; DIA, M. Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises. **European Journal of Operational Research**. v. 177, p. 1734-1750, 2007.
- BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **The Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2297111>>. Acesso em: 12 dez. 2013.
- BRYNJOFSSON, E.; SMITH, M. Frictionless commerce? A comparison of Internet and conventional retailers. **Management Science**, v. 46, n. 4, p. 563-585. 2000.

BUENO, A. F. Problemas de disclosure no Brasil: o caso das empresas com ações no exterior. **Caderno de Estudos**, São Paulo, n. 20, p.1-13, jan. 1999. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-92511999000100002&script=sci_arttext>. Acesso em: 30 out. 2013.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, 232, v. 9, n. 1, p.1-1, abr. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=795547>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

CABRAL, A. S. YONEYAMA, T. **Economia Digital**: uma perspectiva estratégica para negócios. São Paulo, Atlas, 2001.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P.K. Microeconometrics using Stata. **College Station**: Stata Press, 2010.

CATANACH, A. H.; RAGATZ, J. A. 2008 Market Crisis: black swan, perfect storm or tipping point? **Bank Accounting & Finance**. v. 23, n. 3, p. 20-26, 2010.

CARVALHO, D. T. **Condicionantes de estratégias para a Internet**: uma abordagem interfuncional. 1999. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

CASTRO JÚNIOR, F. H. F. de; CONCEIÇÃO, P. M. da; SANTOS, D. A. A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. **Read: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 17, n. 3, p.617-635, set. 2011.

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S. S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 4, p. 941-962, 2007.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p.386-405, nov.1937.

CORREIA, L F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 2008. 274 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Centro de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACEUFMG), Belo Horizonte, 2008.

CRISCUOLO, C.; Waldron, K. E-commerce and productivity. **Economic Trends** (UK Office for National Statistics), v. 600, p. 52-57. Disponível em: <<http://www.ons.gov.uk/ons/publications/index.html>>. Acesso em: 04 mai. 2014.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**, 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em 02 out. 2013.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2009. 242 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. 2006. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios (UFU-FAGEN), Uberlândia, 2006.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 4. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

DOWELL, G. W. S.; SHACKELL, M. B.; STUART, N. V. Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: evidence from Internet shakeout. **Strategic Management Journal**. v. 32, n. 10, p.1025-1045, out. 2011.

EBIT. **Relatório Webshoppers**. 30 ed. 2014. Disponível em: <<http://www.ebit.com.br/webshoppers>>. Acesso em: 20 mar. 2014.

ESTADOS UNIDOS. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Debt Limit**. 2004. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/initiatives/pages/debtlimit.aspx>>. Acesso em: 22 ago. 2014.

FÁVERO, L. P *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FÁVERO, L. P. *et al.* **Métodos Quantitativos com Stata: procedimento, rotinas e análise de resultados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FERNANDES, N. G. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. In: **EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper**. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=965636>>. Acesso em 7 nov. 2013.

FERNANDES, N. G. G.; FERREIRA, M. A. Does international cross-listing improve the information environment. **Journal Of Financial Economics**, v. 88, n. 2, p.216-244, maio. 2008.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. **4. ed. São Paulo: Atlas, 2006**.

GLOWNIAK, J. History, structure, and function of the Internet. **Seminars in Nuclear Medicine**. v. 28, n. 2, p. 135-144, abr. 1998.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**. v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=278920>>. Acesso em 10 nov 2013.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. **Journal Of Accounting And Economics**. v. 40, n. 1-3, p. 3-73, dez. 2005.

GREENE, W. **Econometric Analysis**. 5. ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2008.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 46, n.6, p. 1251-1271, 1978. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1913827>>. Acesso em 12 dez. 2013.

HEIL, D.; PRIEGER, J. E. The Macroeconomic Impacts of E-Business on the Economy. In: LEE, I. **Encyclopedia of E-Business Development and Management in the Global Economy**. Hershey: Business Science Reference, 2010. Cap. 1. p. 1-11.

HOECHLE, Daniel. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. **Stata Journal**, v. 7, n. 3, p. 281-311, 2007. Disponível em: <http://fmwww.bc.edu/repec/bocode/x/xtsc_paper.pdf>. Acesso em: 11 dez. 2013.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4 ed., IBGC, São Paulo, 2009. Disponível em: <www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47>. Acesso em: 3 nov. 2013.

IBGC. **Definição de Governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 31 mar. 2014a.

IBGC. **Linha do Tempo**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>. Acesso em: 20 abr. 2014b.

IBOPE-NETRATINGS. **Número de usuários ativos e tempo de uso por pessoas, residências**. 2011. Disponível em: <<http://cetic.br/usuarios/ibopec/tab02-01-cons.htm>>. Acesso em: 3 mai. 2014.

INTERNET WORD STATS. **Usage and populations statistics, 2014**. Disponível em: <<http://www.Internetworldstats.com>>. Acesso em 2 mai. 2014.

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.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**. v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging market. **World Bank Policy Research Working Paper No. 2818**, M, p.1-1, mar. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 5 set. 2013.

LADEIRA, R. **Razões que levam consumidores brasileiros a comprarem pela Internet**. 2000. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez.1998.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p.3-27, 2000.

LAMEIRA, V. J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras**: uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras. 2007. 197 f. Tese (Doutorado em Administração), Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2007.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileira**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. D. M.; FAMÁ, R. Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil? In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), **Anais...** Salvador, 2006.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**. v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEINER, B. M. et al. A brief history of the Internet. **Internet Society**. 2003. Disponível em <<http://www.Internetsociety.org/Internet/what-Internet/history-Internet/brief-history-Internet>>. Acesso em: 30 abr. 2014.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal Of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p.505-527, set. 2003.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal Of Accounting Research**. v. 38, p. 91-124. 2000.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Papers Series**, fev. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em: 4 nov. 2013.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n. 1, p.42-61, jan-abr. 2012.

MAGALHÃES, A. S. **E-commerce e e-banking no Brasil: uma perspectiva do usuário**. 2007. 273 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2007.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, p.65-79, set. 2006. Edição Comemorativa.

MARQUES, L. D. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. Série **Working Papers**. Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p.1-31, dez. 2013.

MITTON, T. 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.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**. v. 20, n.1-2, p. 293-315, 1988.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-eletrônica**. v. 1, n. 1, p.119-135, jan-abr. 2007.

PRIEGER, J. E.; HEIL, D. The Microeconomic Impacts of E-Business on the Economy. In: LEE, I. **Encyclopedia of E-Business Development and Management in the Global Economy**. Hershey: Business Science Reference, 2010. Cap. 2. p. 12-22.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGOFF, K. S.; REINHART, C. M. **Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente**. Princeton University Press, 2010.

ROLIM, F. M. C. **Governança corporativa, desempenho e valor: estudo comparativo entre empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil**. 2009. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Fortaleza, 2009.

SALMASI, S. V. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. 2007. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2007.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação**. 4. ed. rev. atual. Florianópolis: UFSC, 2005. Disponível em: <ftp://ftp.unilins.edu.br/brenoortega/metodologia/metodologia_de_pesquisa.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2013.

SELLTIZ, C et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. São Paulo: Herder, 1967.

SHAPIRO, S. S.; FRANCA, R. S. An approximate analysis of variance test for normality. **Journal Of The American Statistical Association**, v. 337, n. 67, p. 215, abr. 1972.

SHLEIFE, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal Of Finance**, M, v. 52, n. 2, p.737-783, jun. 1997.

SILVA, J. A. F.; CARVALHO, F. A. A. Evidenciação e desempenho em organizações desportivas: um estudo empírico sobre clubes de futebol. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p.96-116, mai-ago 2009.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Read: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 14, n. 61, p.512-540, set. 2008. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/read/article/view/39338>>. Acesso em: 8 nov. 2013.

SKAIFE, H. A.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. **Working Papers Series**, dez. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em: 5 nov. 2013.

SKINNER, D. J. The investment opportunity set and accounting procedure choice: preliminary evidence. **Journal Of Accounting And Economics**, M, v. 16, n. 4, p.407-445, out. 1993.

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, p.635-674, out. 2005.

SU, B. Characteristics of consumer search on-line: How much do we search? **International Journal of Electronic Commerce**, v. 13, n. 1, p. 109-129, 2008.

SWANN, N. G. Standard & Poor's Financial Services. **United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed On CreditWatch Negative On Rising Risk Of Policy Stalemate**. 2011. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245315237257>>. Acesso em: 22 ago. 2014.

TAKAHASHI, T. **Sociedade da informação no Brasil: Livro Verde**. Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT), 2000.

THE CONCORD COALITION (Estados Unidos). **Understanding the Federal Debt Limit: It's Time To Reform the Statutory Debt Limit**. 2014. Disponível em: <<http://www.concordcoalition.org/issue-briefs/2014/0218/understanding-federal-debt-limit>>. Acesso em: 22 ago. 2014.

VULKAN, N. **The economics of e-commerce: A strategic guide to understanding and designing the online marketplace**. Princeton: Princeton University Press, 2003.

WADHWANI, S. B. **The ‘new economy’: myths and realities**. Bank of England Quarterly Bulletin, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=759651>> Acesso em: 3 nov. 2014.

WILLIAMSON, O. E. **Las instituciones económicas del capitalismo**. México: Fondo Cult. Económica, 1989. Tradução de Eduardo L. Suarez.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: MIT Press, 2002.

WONG, S. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated Version). In: **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum**. 2009. p. 10-32. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409370>>. Acesso em 05 nov. 2013.

APÊNDICE A – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil e no Mundo

Quadro 10 – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil e no Mundo

	No Brasil	No mundo
1992	Não houve registro sobre governança neste período.	<p>Publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980. O Relatório influenciou as publicações dos futuros códigos de diversos países.</p> <p>GM divulga suas "Diretrizes de Governança Corporativa", considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.</p>
1994	Não houve registro sobre governança neste período.	Em pesquisa realizada pelo Calpers (California Public Employees Retirement System), observou-se que mais da metade das 300 maiores companhias dos EUA tinham desenvolvido manuais próprios de recomendações de governança corporativa.
1995	Fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.	Publicação do Relatório Vienot, marco da governança na França.
1996	O primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna, abre ciclo de debates inédito no País sobre conselheiros de administração e governança corporativa.	Não houve registro sobre governança neste período.
1997	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A Lei revoga o Tag Along de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários.	<p>Criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha.</p> <p>No mesmo ano, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa.</p> <p>Em setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por má práticas de governança corporativa.</p>

	No Brasil	No mundo
1998	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar.	Em Julho é lançado o relatório britânico produzido pelo Comitê Hampel, intitulado Combined Code.
	JC Penney adquire controle da Lojas Renner por meio de oferta hostil, sem tag along.	O Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". O documento baseou-se no relatório britânico, porém com diretrizes mais modestas.
	IBCA realiza primeiro curso para conselheiros.	No mesmo ano, a OCDE cria o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance.
1999	O Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).	O grupo de governança corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.
	Lançado o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC.	
	CVM lança Instrução 299, sobre ofertas públicas, e rodízio de auditorias	
2000	Em novembro, o IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, em comemoração ao 5º aniversário do Instituto, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança.	Banco Mundial e Mckinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança.
	Em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.	Em São Paulo, acontece a primeira mesa redonda na América Latina, cujo resultado foi a produção de um relatório com as conclusões da realidade de cada região.
	CVM multa JC Penney pelo episódio com a Lojas Renner	
2001	Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança.	Em novembro, é divulgado ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na seqüência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das conseqüências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça.
	A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.	O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.

	No Brasil	No mundo
2002	Em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas.	O congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras.
	A autarquia lança ainda as instruções 358 e 361 sobre informações relevantes e fechamento branco, respectivamente.	No mês seguinte, a Securities and Exchange Commission (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para
	CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.	
2003	1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias.	Em maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova York. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa Continental.
	Lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton.	Na Inglaterra, é lançado o Higgs Report, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país.
	CVM lança instrução 381 sobre serviços oferecidos pelas auditorias.	Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do "comply or explain".
2004	Retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da Bovespa.	A partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina, a OCDE cria o Círculo de Companhias.
	O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes	FTSE e ISS lançam índice internacional de Governança. AASB 1046 - Austrália exige divulgação de remuneração dos administradores.

	No Brasil	No mundo
2005	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa.	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal.
	O IBGC completa 10 anos e lança o livro "Uma década de Governança Corporativa - História do IBGC, marcos e lições da experiência".	ICGN lança seu código de melhores práticas de Governança Corporativa: Global Corporate Governance Principles.
	1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.	
2006	Neste mesmo ano, um caso de insider trading ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.	Mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como options backdating, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros.
	1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo.	2ª revisão do Combined Code (UK) com a adoção do proxy voting.
	Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem.	ICGN lança o guia Executive Remuneration Guidelines, cujo foco está na estruturação de pagamento dos executivos no longo prazo e nas políticas de divulgação da remuneração.
2007		ICGN lança guia sobre responsabilidade dos acionistas: Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities.
2008	IBGC lança a primeira Carta-Diretriz, se posicionando sobre o tema: Independência dos Conselheiros de Administração - Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas.	Crise financeira expõe problemas de gestão de riscos e o papel dos conselhos de administração.
	Escândalo Agreco.	

	No Brasil	No mundo
2009	Em iniciativa inédita no Brasil, Usiminas divulga remuneração dos administradores em seu relatório anual de 2008.	Ostrom e Williamson levam Nobel de Economia por estudos relacionados à governança
	CVM lança a instrução 480, nome oficial daquela que ficou conhecida como 'nova 202', referência à principal norma reformada. A 480 revoga 16 instruções, 3 deliberações e altera, de alguma forma, 28 normas de mercado, trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.	Em janeiro, o fundador e presidente do Conselho de Administração da companhia indiana de tecnologia da informação Satyam admitiu ter manipulado os balanços da empresa: 94% do caixa não existia.
	IBGC lança a quarta versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.	
2010	<p>No dia 1º de janeiro, entram em vigor as Instruções da CVM 480 e 481, com o primeiro ano de uso do Formulário de Referência. Alteradas as regras da Instrução 361, que trata de OPA.</p> <p>Início das discussões sobre o projeto de Lei 6.826/2010, que responsabiliza as empresas por crimes de corrupção.</p> <p>Revisão do regulamento de governança corporativa proposta pela BM&FBovespa.</p> <p>A fraude bilionária no Banco Panamericano vem a público.</p> <p>Realizada capitalização de ações pela Petrobras.</p> <p>Comemoração dos 10 anos de Novo Mercado.</p>	
2011	<p>Promulgada a Lei nº 12.527 - Lei de Acesso à Informação (LAI), importante instrumento de ampliação da transparência e do controle social.</p> <p>Caso GPA e Odebrecht-Gardin: Repercussão sobre temas da Governança.</p> <p>Lançado site que discute direitos de minoritários nas assembleias.</p> <p>Criada a Instrução nº509 que aumenta o prazo de rodízio de auditorias nas empresas que mantiverem Comitê de Auditoria Estatutário.</p>	Caso Steve Jobs na Apple: ocorre maior atenção e debates sobre sucessão nas organizações.

	No Brasil	No mundo
2012	Realizada a 18ª Conferência Mundial da IGCN no Brasil, quando foram debatidos e questionados os avanços em Governança no País.	Facebook abre capital com ações sem direito a voto.
	Lançamento do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), formado pela Anbima, Amec, IBGC e BM&FBovespa.	
	Aprovada Lei nº 12.683, que alterou a Lei de Lavagem de Dinheiro, trazendo impactos para organizações.	
	Caso Cosan e minoritários da Petrobras: Repercussão sobre temas da Governança.	
	Movimento de fechamento de capital de empresas recentemente listadas em bolsa.	
	Realizada a Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, a Rio +20.	
	Debate no Senado Federal sobre cotas para mulheres nos conselhos de empresas públicas.	

Fonte: IBGC (2014b)

APÊNDICE B – Lista das empresas que compuseram a amostra

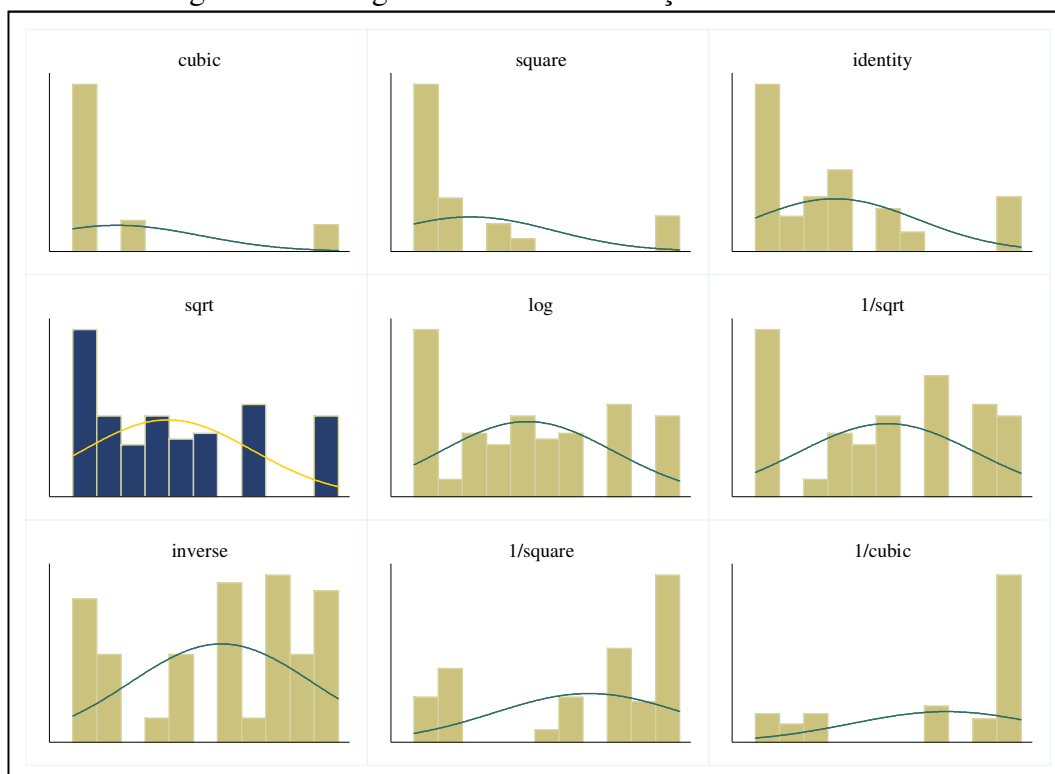
Tabela 15 – Lista das empresas da amostra

Empresa	País	Código	Bolsa	NAICS 1	NAICS 2
1-800-Flowers.Com	USA	FLWS	NASDAQ	Comércio varejista	Outros
Amazon Com	USA	AMZN	NASDAQ	Comércio varejista	Varejo sem loja
B2W Inc	BRA	BTOW3	BMFBOVESPA	Comércio varejista	Varejo sem loja
Cdw Corp	USA	CDWC	NASDAQ	Comércio varejista	Varejo sem loja
Ebay	USA	EBAY	NASDAQ	Serv. apoio a empresas e gerenc. de resid. e remediação	Serv. Apoio
Expedia	USA	EXPE	NASDAQ	Transporte e armazenamento	Ativ Transporte
Groupon	USA	GRPN	NASDAQ	Informação	Info. e Proc. Dados
Homeaway	USA	AWAY	NASDAQ	Informação	Info. e Proc. Dados
Hotels Com	USA	ROOM	NASDAQ	Serv. apoio a empresas e gerenc. de resid. e remediação	Serv. Apoio
Netflix	USA	NFLX	NASDAQ	Imobiliária e locadora de outros bens	Serv. Locacao
Nutri System	USA	NTRI	NASDAQ	Comércio varejista	Varejo sem loja
Priceline Com	USA	PCLN	NASDAQ	Informação	Info. e Proc. Dados
Tripadvisor	USA	TRIP	NASDAQ	Serv. apoio a empresas e gerenc. de resid. e remediação	Serv. Apoio
Valuevision Media	USA	VVTV	NASDAQ	Comércio varejista	Varejo sem loja
Vistaprint	USA	VPRT	NASDAQ	Indústria manufatureira	Impressões

Fonte: Elaborado pelo Autor

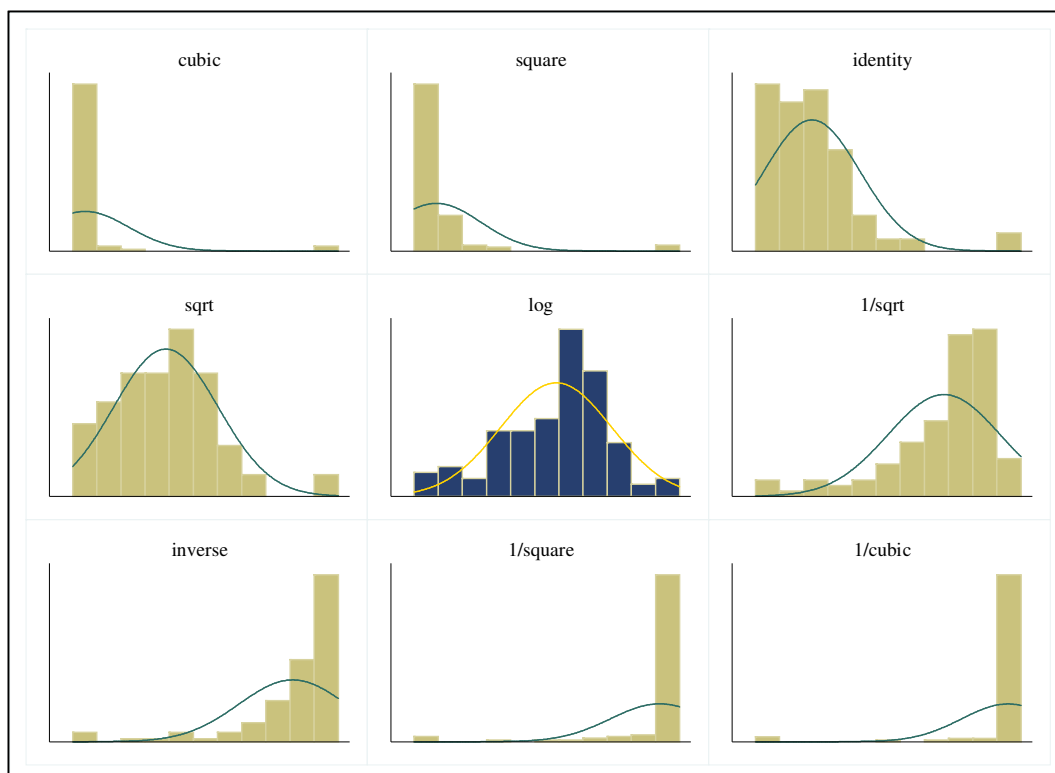
APÊNDICE C – Histogramas das transformações das variáveis

Figura 5 – Histogramas das transformações da variável T1



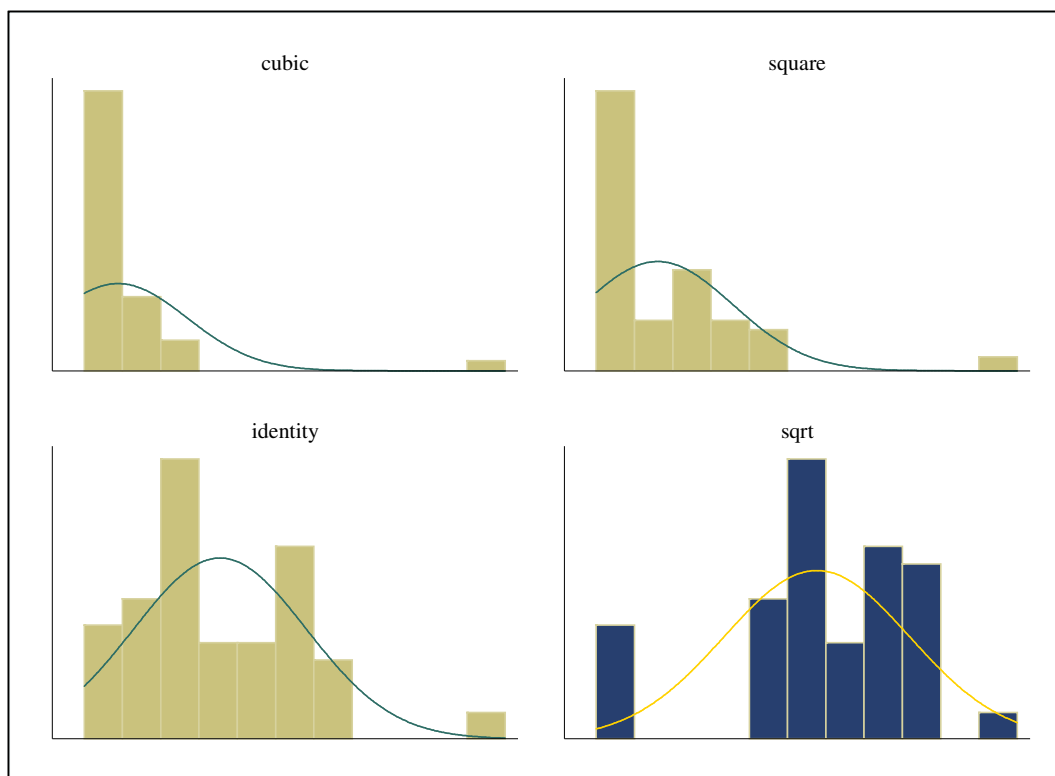
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 6 – Histogramas das transformações da variável T1v



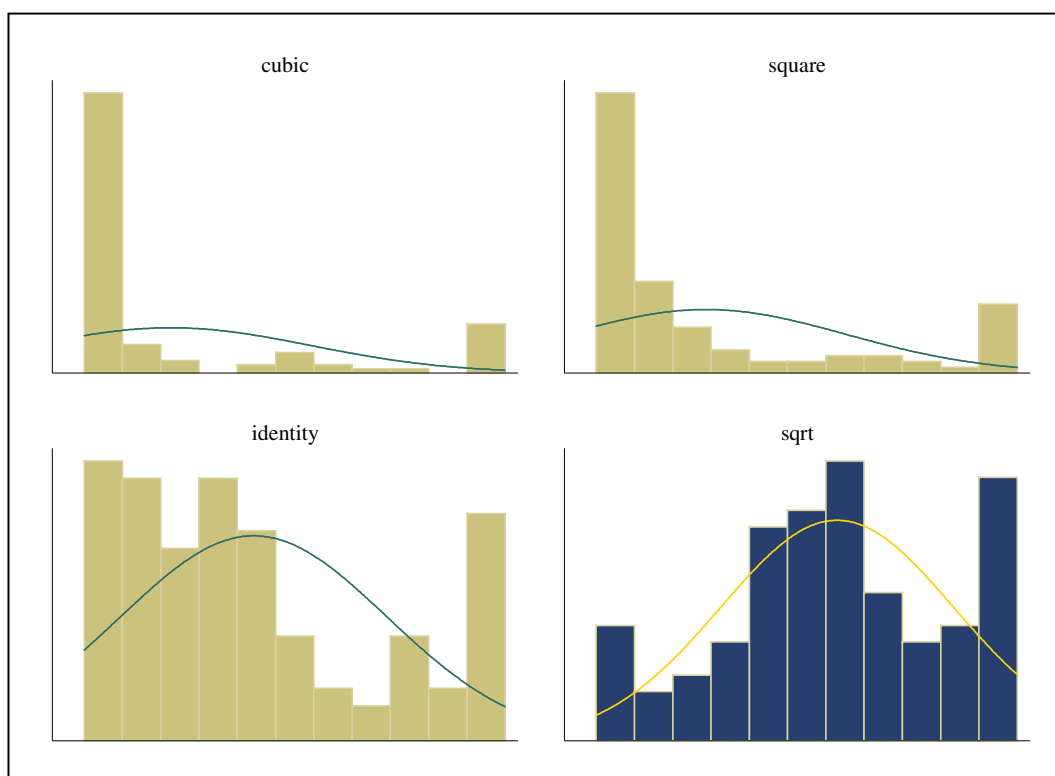
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 7 – Histogramas das transformações da variável T2



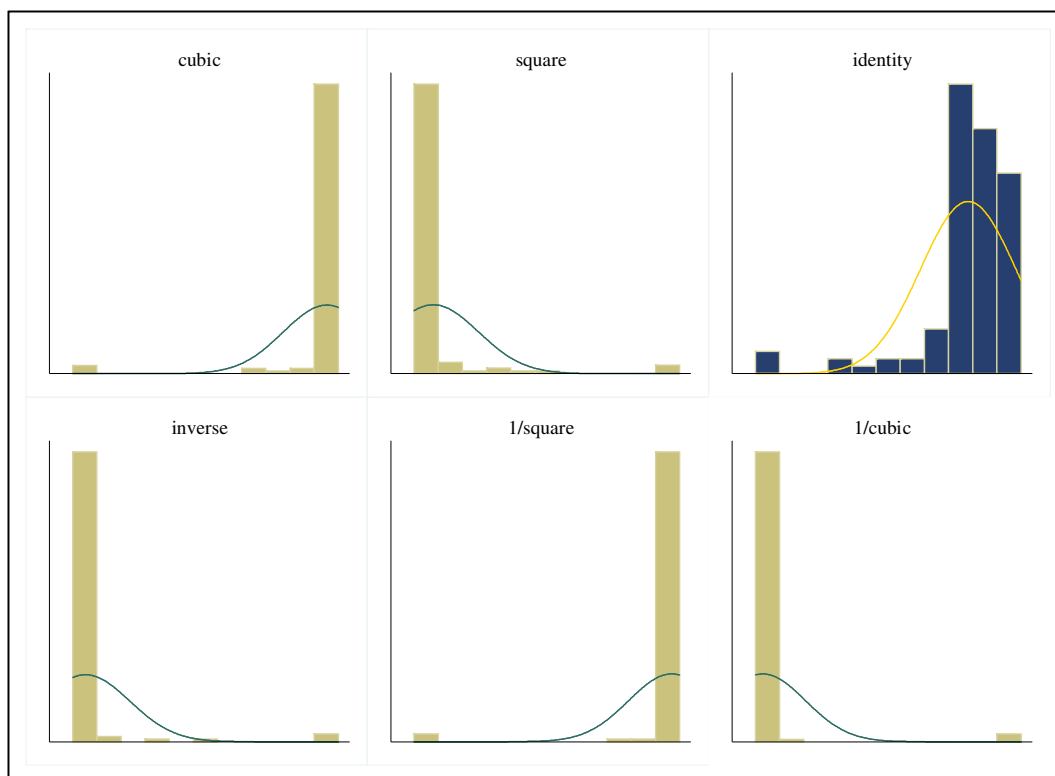
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 8 – Histogramas das transformações da variável T2v



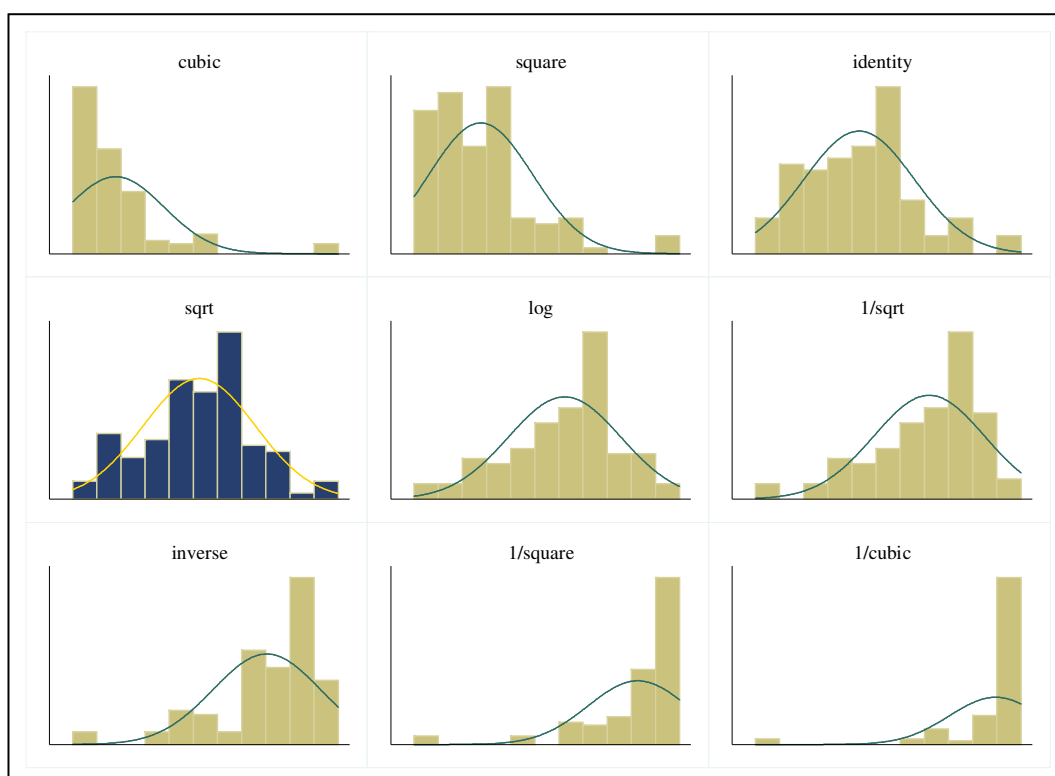
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 9 – Histogramas das transformações da variável T3



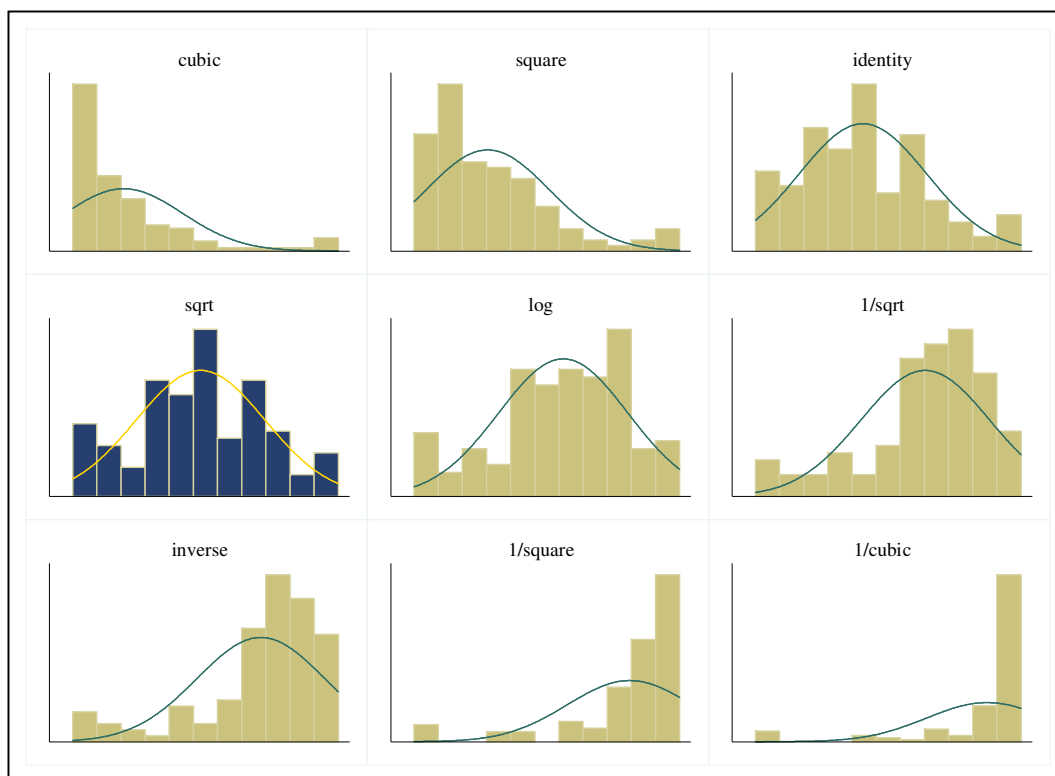
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 10 – Histogramas das transformações da variável TA



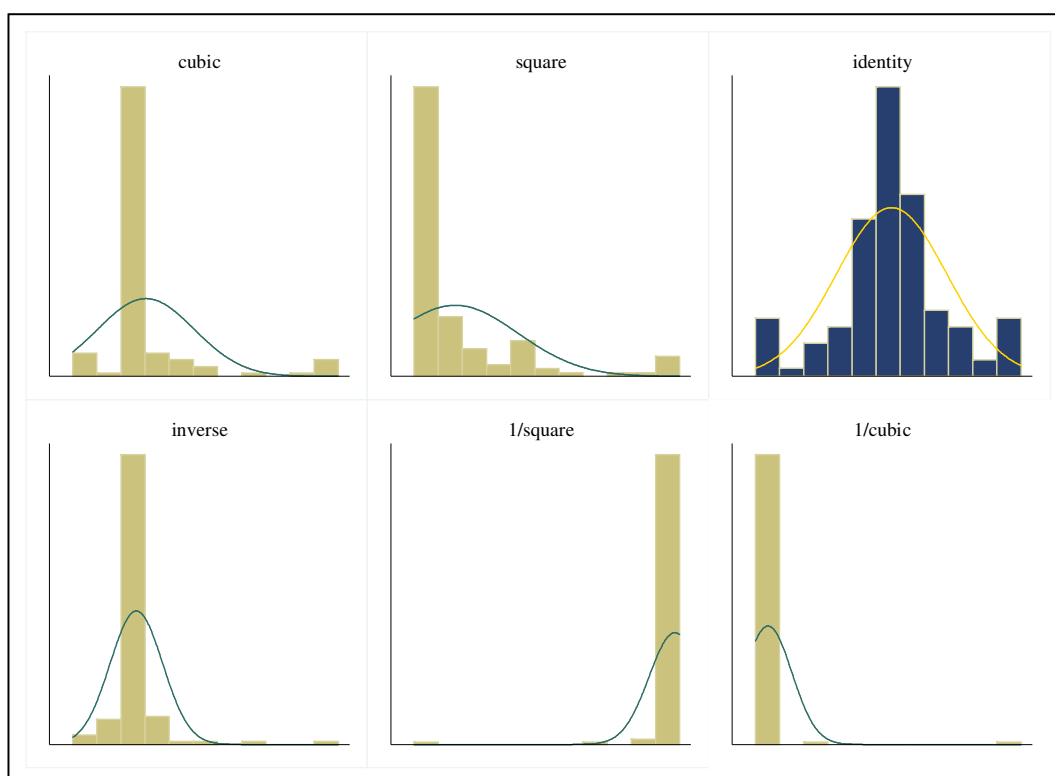
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 11 – Histogramas das transformações da variável TAV



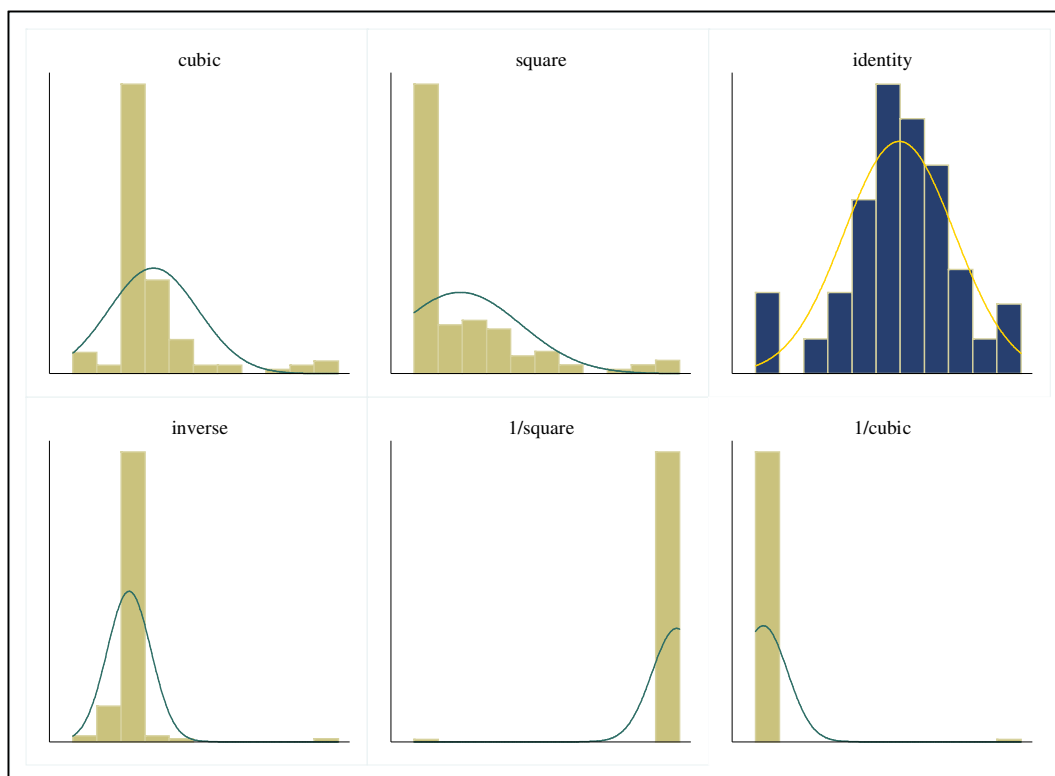
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 12 – Histogramas das transformações da variável ROE



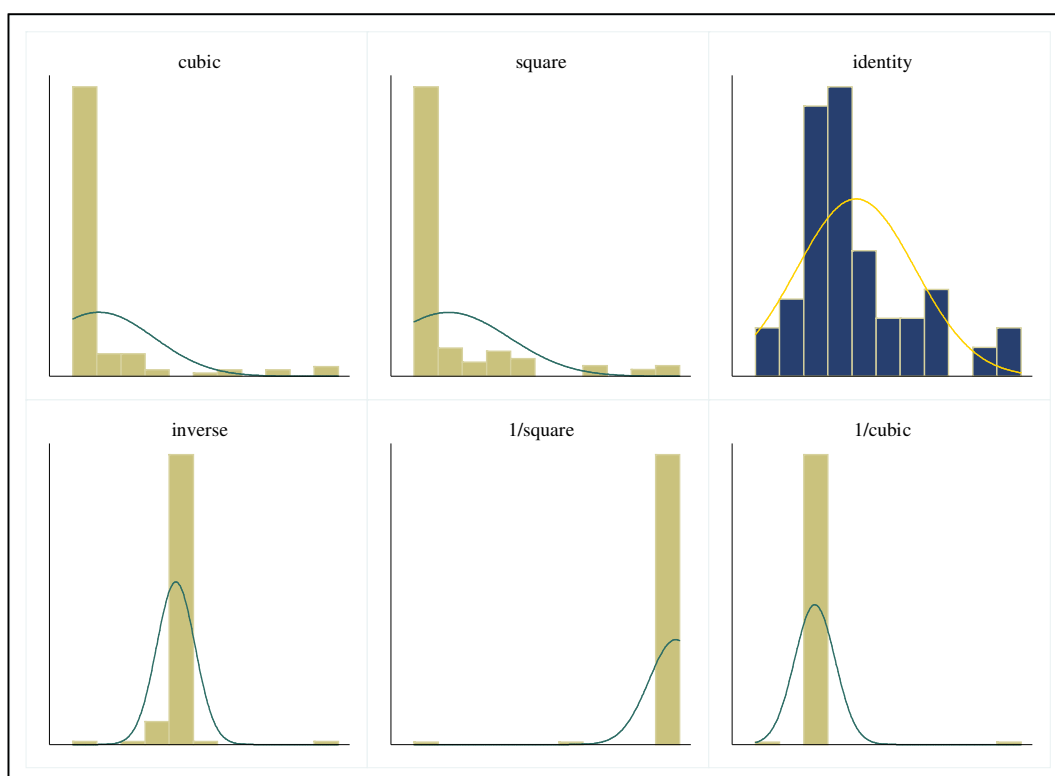
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 13 – Histogramas das transformações da variável ROA



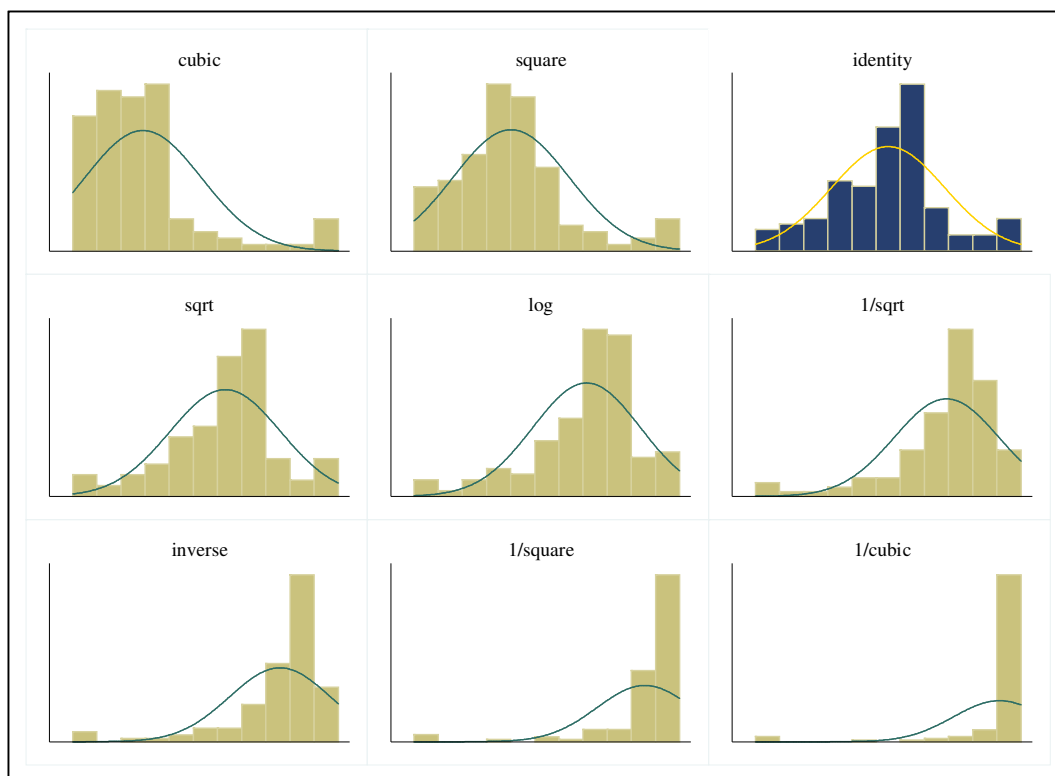
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 14 – Histogramas das transformações da variável EBITs



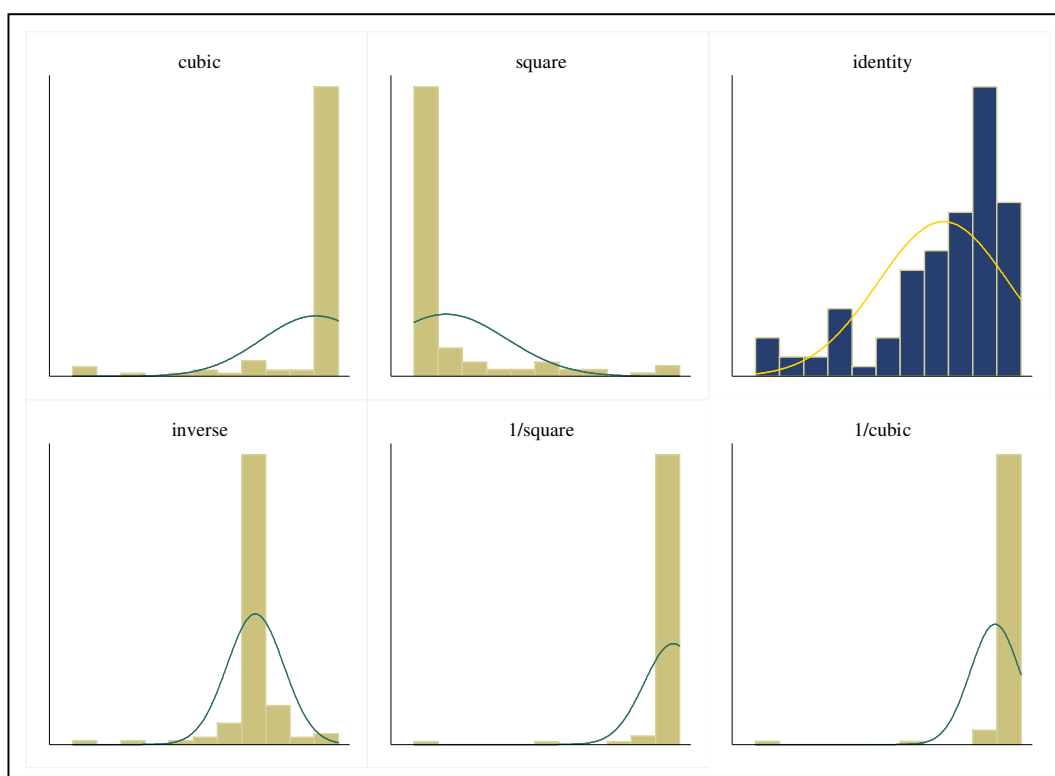
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 15 – Histogramas das transformações da variável B



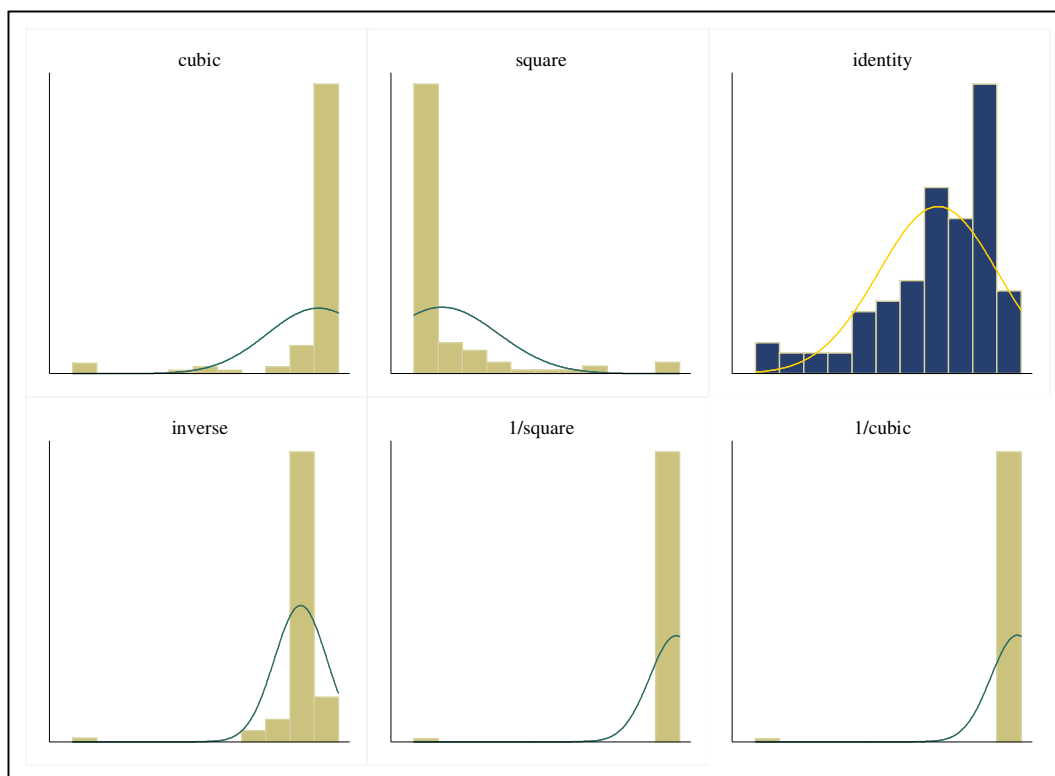
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 16 – Histogramas das transformações da variável WACC



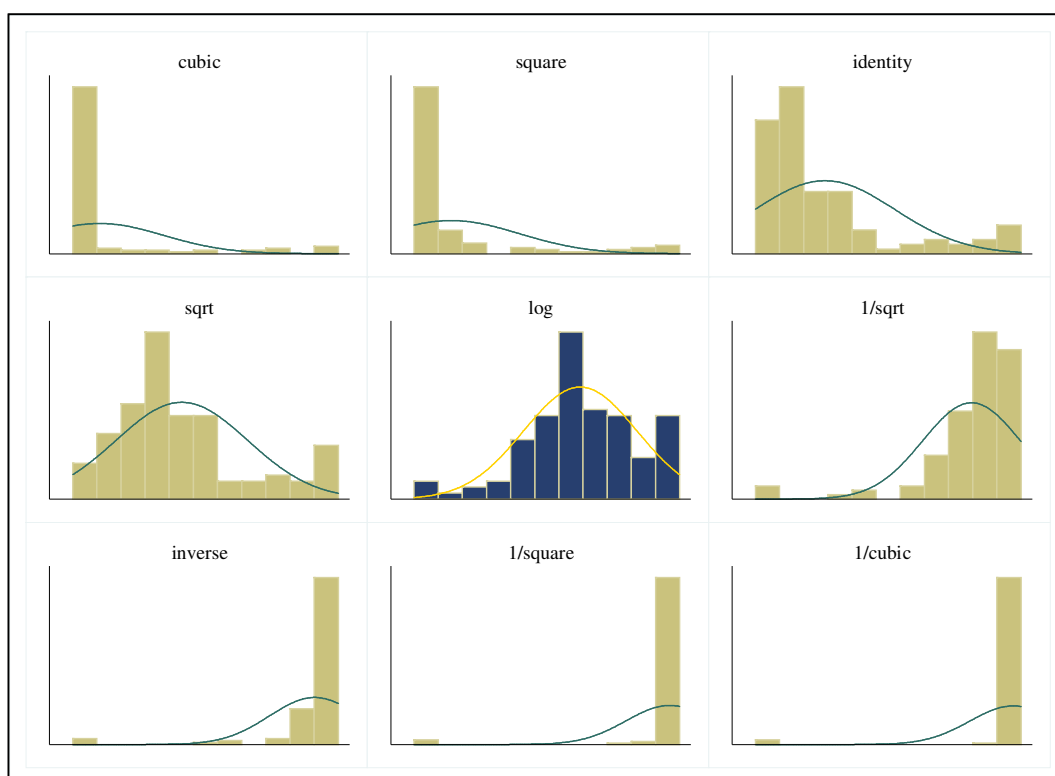
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 17 – Histogramas das transformações da variável WACCt1



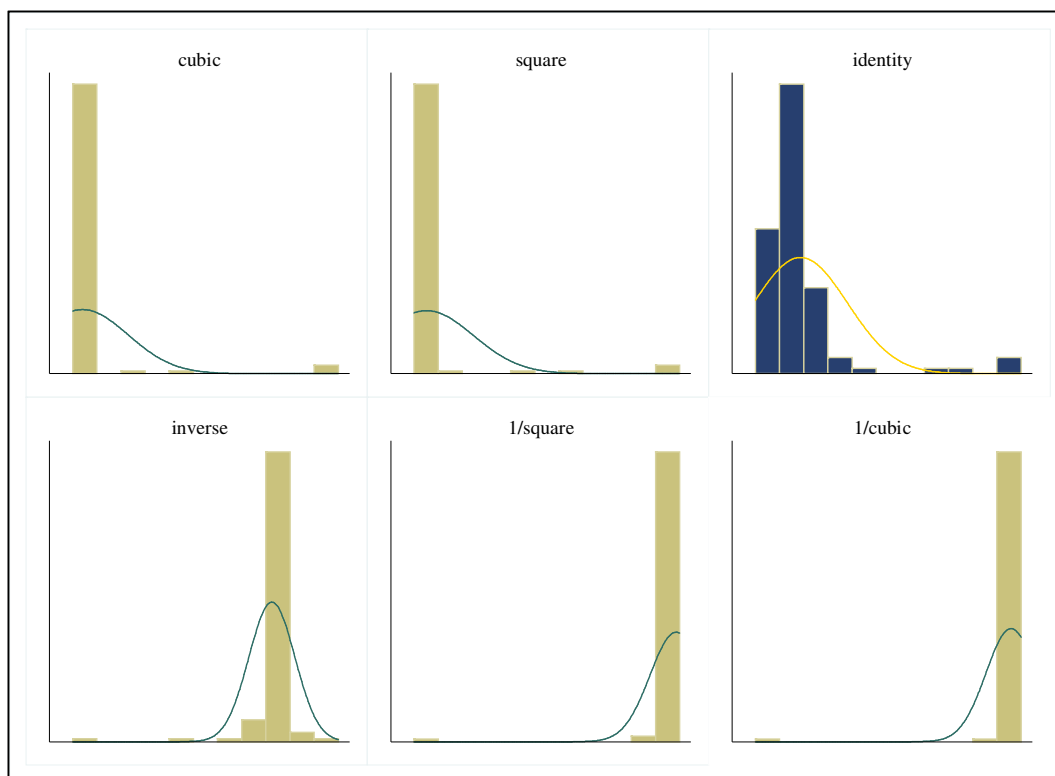
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 18 – Histogramas das transformações da variável BTM



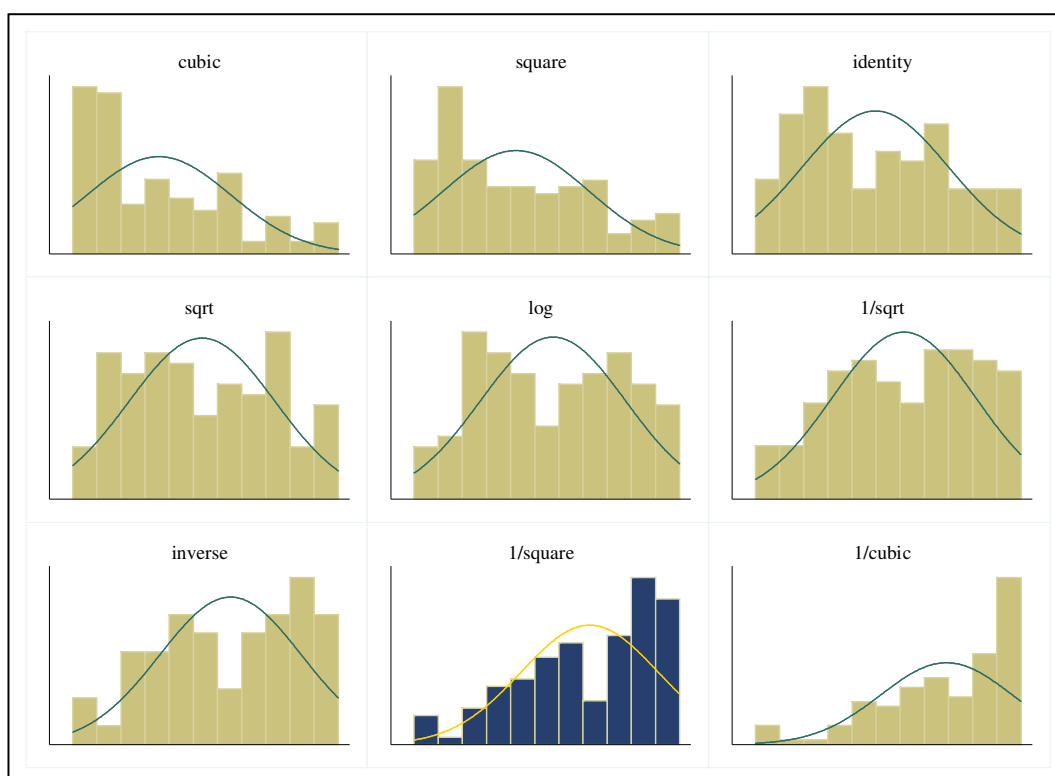
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 19 – Histogramas das transformações da variável VVND



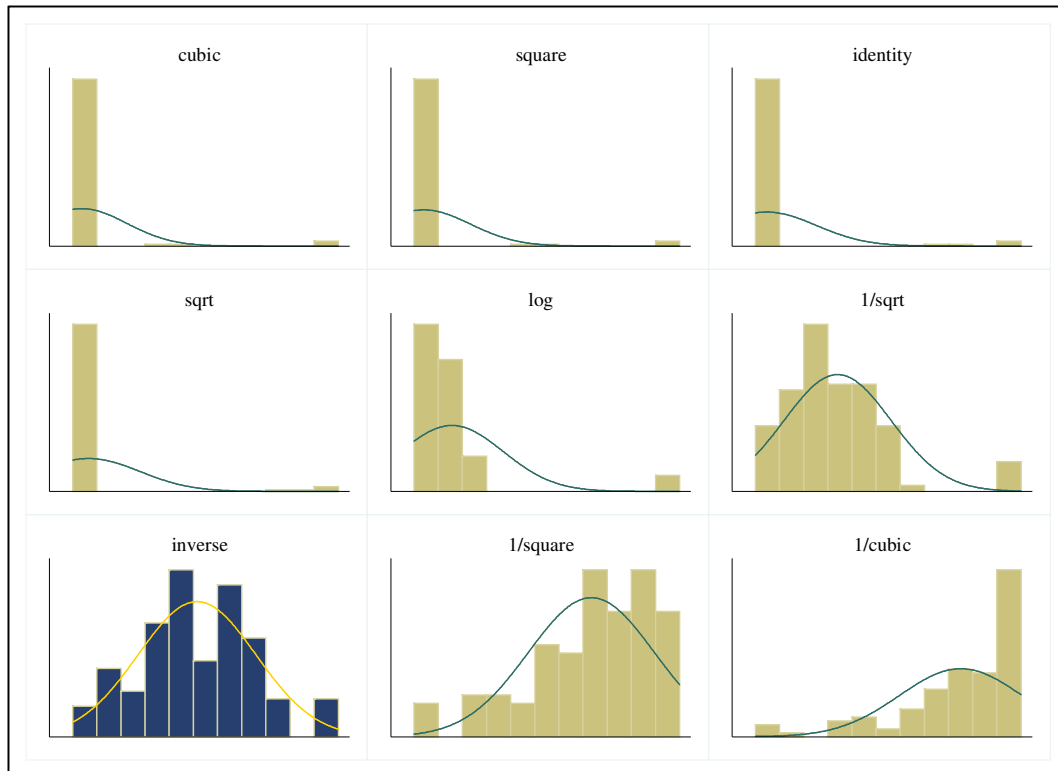
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 20 – Histogramas das transformações da variável ATV



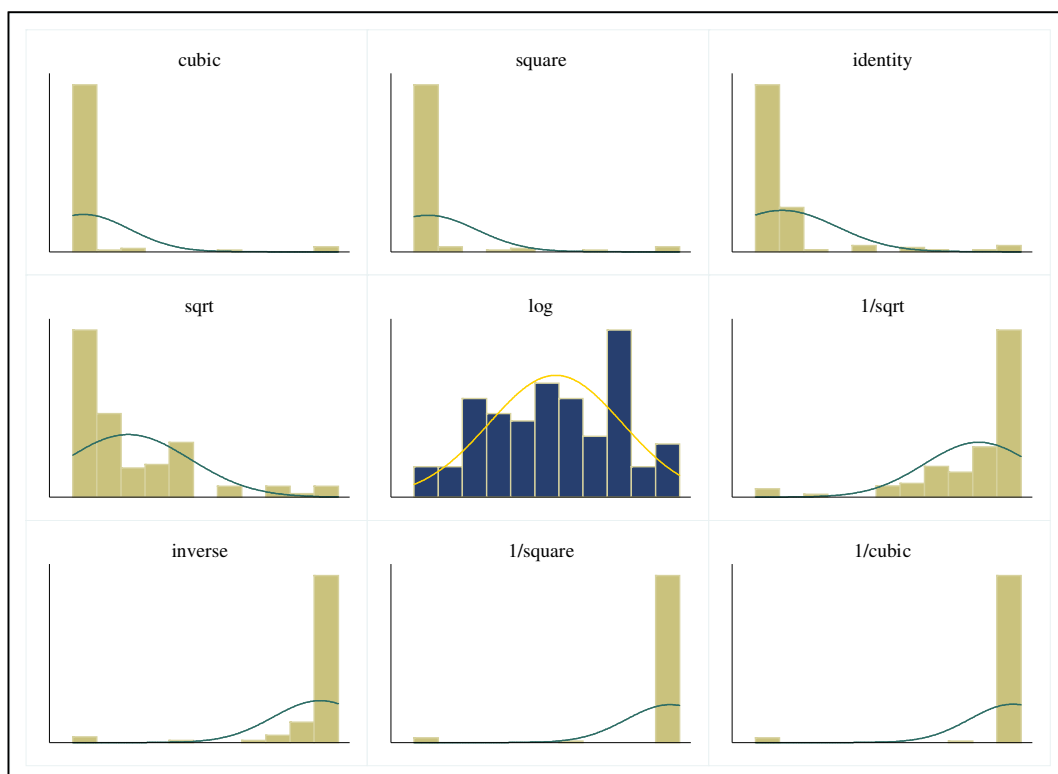
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 21 – Histogramas das transformações da variável VOL



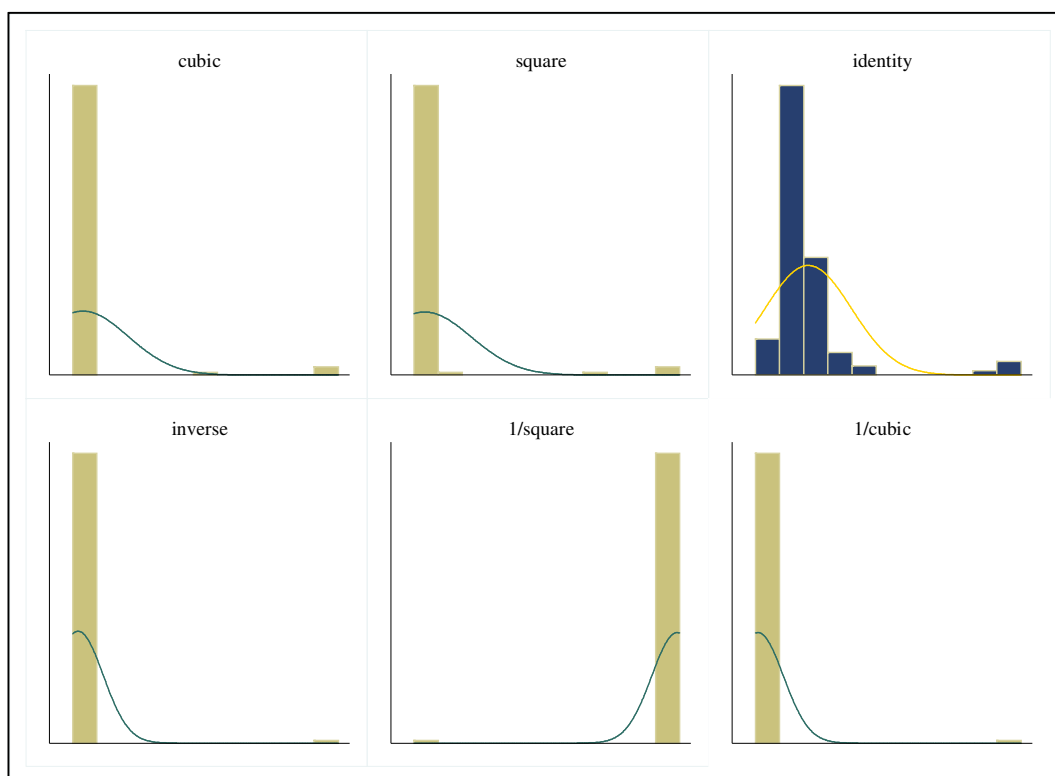
Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 22 – Histogramas das transformações da variável LB



Fonte: Elaborado pelo Autor

Figura 23 – Histogramas das transformações da variável AF



Fonte: Elaborado pelo Autor