

E-COMMERCE NO BRASIL: SE O SEGMENTO É PROMISSOR, POR QUE EMPRESAS ATUANTES ESTÃO NO VERMELHO?¹

E-COMMERCE IN BRAZIL: IF THE SEGMENT IS PROMISING, WHY ACTING COMPANIES ARE OPERATING AT A LOSS?

Adriana Serafim dos Santos²

Bacharela em Ciências Contábeis
Universidade Federal de Uberlândia
adrianas@martins.com.br

Gilberto José de Miranda

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela USP
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFU
gilbertojm@facic.ufu.br

RESUMO

A mudança de perfil dos novos consumidores tem exigido das organizações inovação em suas operações. Nesse contexto, uma nova modalidade de negócios tem modificado o cenário brasileiro, o *e-commerce*. Este segmento está em pleno crescimento, com projeções elevadas de faturamento (EBIT, 2013). No entanto, um paradoxo tem intrigado pesquisadores da área. Se o segmento é promissor, por que as empresas do ramo têm resultados negativos? Diante disso, o objetivo do estudo foi verificar o que revela a análise das demonstrações contábeis sobre o desempenho econômico-financeiro da B2W Digital (que atua no varejo *on-line*) em comparação com outras empresas classificadas no mesmo setor na BM&FBovespa (atuantes no varejo tradicional). Na plataforma teórica foram discutidos os principais indicadores financeiros e econômicos e apresentado um histórico sobre o *e-commerce* no Brasil. Posteriormente foi realizada análise documental nas demonstrações contábeis das referidas empresas no período de 2007 a 2012. Foi constatado que as principais causas para o baixo desempenho da B2W Digital no período analisado foram: desequilíbrio na gestão dos prazos médios, ou seja, a organização paga seus fornecedores em prazos bem menores do que recebe de seus clientes, por isso a necessidade de financiar sua operação com recursos onerosos de curto prazo, principalmente empréstimos e antecipações de recebíveis, o que acarreta em despesas com taxas e juros; elevado grau de endividamento; baixa margem bruta, devido ao custo da mercadoria vendida que consome mais de 70% de sua receita líquida; e, finalmente, aumento das despesas operacionais, principalmente em distribuição.

Palavras-chave: Indicadores financeiros. B2W Digital. Varejo *on-line*.

¹ Artigo recebido em: 04/03/2015. Revisado por pares em: 02/04/2015. Segunda versão recebida em 17/04/2015. Recomendado para publicação em: 17/04/2015 por Orleans Silva Martins (Editor Geral). Publicado em: 20/04/2015. Organização responsável pelo periódico: UFPB.

² Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121, Campus Santa Mônica, Bloco 1F, Sala 1F219, CEP 38.408-144, Uberlândia/MG.

ABSTRACT

The change in the profile of new consumers has demanded innovations from organizations in their operations. In this context, a new type of business has changed the Brazilian scenario, the E-commerce. This segment is in full growth and presenting elevated projections of billing (EBIT, 2013). However, a paradox has puzzled professionals and researchers of this field. If the segment is promising, why do companies of this sector have negative results? Therefore the aim of the study was to verify what reveals the analysis of accounting statements on economic and financial performance of B2W Digital (on-line retail) compared to other companies of the sector (traditional retail). In the theoretical framework were discussed concepts of the main economic and financial indicators and a brief history about the e-commerce in the Brazil. Subsequently documentary analysis was performed on the financial statements of these companies for the period 2007-2012. The results show that the main causes for B2W Digital's low performance in the analyzed period were: imbalance in the management of medium terms, in other words, the organization pays its suppliers on terms much smaller than those the organization receives from its customers, hence the need to finance its operation with costly resources of short-term, specially loans and prepayment of receivables, which leads to expenses with taxes and interest; high levels of debt, low gross margin due to cost of sold goods which consumes more than 70% of its net revenue and lastly the increase of operational expenses, mainly in distribution.

Keywords: Financial indicator. B2W Digital. On-line retail.

1. INTRODUÇÃO

O mundo dos negócios está cada vez mais competitivo tendo como aliado os grandes avanços tecnológicos. De acordo com Bulgacov *et al.* (2006, p. 90) "a internet cria novos modelos de negócio e de consumo, exigindo das empresas uma nova proposição de valor, dada a capacidade de relacionamento e monitoração das expectativas e hábitos dos consumidores". Por isso as organizações estão investindo em um segmento com fortes tendências de crescimento, que é o comércio eletrônico (CE) (ALBERTIN, 2000b).

Segundo dados do EBIT (2013), empresa que analisa o cenário de *e-commerce* e suas tendências, em 2012, o mundo virtual registrou mais 10 milhões de novos e-consumidores. O setor fechou o ano com R\$ 22,5 bilhões de faturamento, representando um aumento de 20% quando comparado ao ano de 2011. Ainda segundo a empresa, os números do comércio eletrônico no Brasil continuarão em ascensão nos próximos anos, a projeção é que se alcance um faturamento de R\$ 28 bilhões em 2013, sendo 25% de aumento em relação a 2012.

Por outro lado, o que se vê na prática é que algumas empresas praticantes do varejo *on-line* apresentam baixo desempenho em termos de resultados econômicos. Um exemplo é a Nova Pontocom, empresa do Grupo Pão de Açúcar, controladora das lojas virtuais (Extra, Ponto Frio, Casas Bahia, Barateiro e Partiu Viagens) que publicou suas demonstrações financeiras referentes ao ano de 2012, apontando uma redução de 89% de seus lucros quando comparado ao ano de 2011. Outro caso ocorrido nos últimos tempos foi o fim das operações *e-commerce* do Grupo Carrefour divulgado pela mídia em dezembro de 2012. A organização alegou que focará na atuação de outras áreas e investirá mais em suas lojas físicas. Apesar de não ter sido confirmado pela empresa, acredita-se que suas atividades de varejo *on-line* não estavam em pleno desenvolvimento financeiro (AYRES, 2012).

O exemplo mais expressivo é caso da B2W Digital, considerada líder em comércio eletrônico no Brasil. A empresa apresentou, em 2011, um prejuízo de 89 milhões de reais, no ano de 2012, outro prejuízo de 170 milhões de reais, e no primeiro semestre de 2013 já apresentava cerca de 110 milhões de reais de prejuízo, conforme revelam as demonstrações contábeis publicadas pela companhia nos referidos anos (BM&FBOVESPA, 2013).

Considerando-se a propalada ideia de que o varejo *on-line* é promissor e a relevância da B2W Digital no segmento, surge a seguinte questão de pesquisa: o que revela a análise das demonstrações contábeis sobre o desempenho econômico-financeiro da B2W Digital em comparação com outras empresas do setor? Com base nessas considerações, o presente estudo se propõe a realizar uma análise econômico-financeira das demonstrações contábeis da empresa B2W Digital e fazer uma comparação com empresas classificadas no mesmo segmento, conforme a BM&FBovespa, a fim de buscar pistas sobre as causas do baixo desempenho econômico da empresa.

Como objetivos específicos, esta pesquisa se propõe analisar a evolução do comércio eletrônico no cenário brasileiro; analisar as demonstrações financeiras da empresa B2W Digital entre os anos 2007 a 2012 (indicadores de liquidez, estrutura patrimonial, atividade e rentabilidade); analisar as demonstrações contábeis no período de 2007 a 2012 das outras duas únicas empresas classificadas pela BM&FBovespa no mesmo setor (consumo cíclico, não atuantes no comércio eletrônico), quais sejam, Hypermarcas S.A. e Dufry. Vale ressaltar que no mesmo setor, além dessas duas empresas está classificada também as Lojas Americanas S.A, porém ela não será alvo desse estudo por ser a empresa controladora da B2W Digital, o que pode influenciar na análise dos dados; estabelecer comparações entre as estas empresas e a B2W Digital para identificar que aspectos econômico-financeiros podem ser apontados como possíveis responsáveis pelos resultados negativos da B2W.

Existem vários estudos que mostram a situação atual e as perspectivas de crescimento do comércio *on-line* (ALBERTIN, 2000b; MAYA; OTERO, 2002), porém em nenhum deles se faz uma análise crítica sobre a evolução do setor comparando os resultados alcançados por empresas de grande representatividade no segmento (empresas atuantes no comércio eletrônico *versus* empresas atuantes no varejo tradicional). Espera-se que esta comparação possa apresentar as divergências entre as duas modalidades e apontar possíveis causas do desempenho apresentado pela B2W Digital.

Nesse sentido, o presente trabalho trata de um assunto atual e relevante, pois o comércio eletrônico já tem impactado o mundo dos negócios como um todo, e é necessário que as organizações conheçam suas potencialidades e limitações em termos de estratégia competitiva.

2. PLATAFORMA TEÓRICA

2.1. Análise Econômico-Financeira

As informações existentes nas demonstrações contábeis são extremamente importantes no processo de tomada de decisão. Segundo Marion (2009, p. 6) “é comum afirmar que a análise das demonstrações contábeis seja tão antiga quanto à própria contabilidade”. Por meio de um estudo detalhado das demonstrações financeiras, é possível concluir se a empresa merece ou não crédito, se está sendo bem ou mal administrada, se tem ou não condições de pagar suas dívidas, se é ou não lucrativa, se irá falir ou se continuará operando, dentre outras possibilidades (MATARAZZO, 2008). Ou seja, é possível extrair informações úteis sobre o desempenho econômico-financeiro das organizações, de forma a atender aos objetivos de análises dos investidores, credores, concorrentes, empregados, governo etc. (ASSAF NETO, 2010).

Algumas técnicas de análise são bastante utilizadas, tais como: Análise de indicadores financeiros e econômicos; análise horizontal e vertical; análise de retorno sobre investimentos; análise das demonstrações das origens e aplicações de recursos, dos fluxos de caixa e da demonstração de valor adicionado (MARION, 2009).

Conforme Matarazzo (2008, p. 147), “os índices constituem a técnica de análise mais empregada”. A análise das demonstrações financeiras por meio de índices é importante para todos os seus usuários, pois não abrange apenas o cálculo de determinado índice, mas principalmente a interpretação do valor desse índice. De acordo com a classificação de Marion (2009) os principais índices podem ser assim divididos em: liquidez, atividade, endividamento e rentabilidade.

Abaixo são apresentados os conceitos e principais características dos indicadores de liquidez, capital de giro, estrutura patrimonial, atividade e rentabilidade.

2.1.1. Índices de Liquidez

Os índices de liquidez apresentam a situação financeira de uma organização diante dos compromissos assumidos (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012). Conforme Matarazzo (2008), os indicadores de liquidez podem ser assim classificados: liquidez seca; liquidez corrente e liquidez geral. Além desses, Assaf Neto (2010) acrescenta o índice de liquidez imediata. No Quadro 1 são apresentados os indicadores, suas fórmulas e a descrição de cada um deles.

Quadro 1 – Índices de Liquidez.

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$	A porcentagem de dívidas a curto prazo em condições de serem liquidadas imediatamente.
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$	A capacidade de pagamento de curto prazo da empresa mediante uso basicamente de disponível e valores a receber.
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Quanto existe de Ativo Circulante para cada \$ 1 de dívida também circulante.
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Quanto existe de curto e longo prazo para cada \$ 1 de dívida de curto e longo prazo.

Fonte: Adaptado de Martins *et al.* (2012).

Dentre as críticas referentes aos índices de liquidez, Martins *et al.* (2012, p. 191) afirmam “alertamos especialmente para as possibilidades de ‘embelezamento’ das demonstrações contábeis a fim de proporcionar índices ‘melhores’.” Assim os analistas das demonstrações financeiras e contábeis necessitam de muito conhecimento e criticidade para fazer uma interpretação correta dos indicadores.

2.1.2. Financiamento do Capital de Giro

Segundo Bruni (2011, p. 251), “o grande foco do estudo da análise financeira dinâmica consiste no Capital de Giro das empresas e na sua forma de financiamento”. Ainda de acordo com o autor, o capital de giro ou capital circulante líquido representa o investimento feito na organização para suprir a defasagem temporal entre pagamento e recebimento, e de maneira geral, é representado pela diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante (BRUNI, 2011).

Analisar a composição do capital circulante líquido é importante, pois possibilita identificar os componentes operacionais e financeiros do ativo e passivo circulante, com o objetivo de analisar a necessidade de capital de giro e como esta necessidade está sendo financiada (MARTINS *et al.*, 2012). Uma vez realizada a classificação das contas do ativo e passivo, em operacionais (contas de natureza cíclica, referentes ao próprio negócio) e financeiro (contas não cíclicas, não ligada às atividades operacionais), é possível compor o capital de giro da empresa, conforme abaixo.

Figura 1 – Composição do Capital de Giro.

$$\begin{array}{rcl}
 \boxed{\text{Ativo Circulante (AC)}} & = & \boxed{\text{Ativo Circulante Operacional (ACO)}} + \boxed{\text{Ativo Circulante Financeiro (ACF)}} \\
 - & & - \\
 \boxed{\text{Passivo Circulante (PC)}} & = & \boxed{\text{Passivo Circulante Operacional (PCO)}} + \boxed{\text{Passivo Circulante Financeiro (PCF)}} \\
 = & & = \\
 \boxed{\text{Capital Circulante Líquido (CCL)}} & = & \boxed{\text{Necessidade de Capital de Giro (NCG)}} + \boxed{\text{Saldo em Tesouraria (ST)}}
 \end{array}$$

Fonte: Adaptado de Bruni (2011).

A atenção dos gestores em relação ao saldo em tesouraria deve ser constante, uma vez que este indicador sendo negativo revela que a empresa está utilizando de capital de terceiros de curto prazo para financiar sua atividade, configurando-se dessa forma uma exposição financeira. Tal situação pode levar a empresa a um desequilíbrio econômico-financeiro, aumentando, portanto a defasagem entre o capital de giro e a necessidade de capital de giro. Assim a organização passa a cobrir essa necessidade financeira com recursos de curto prazo, dando ocorrência ao fenômeno denominado Efeito Tesoura (OLINQUEVITCH, 2004).

2.1.3. Estrutura Patrimonial

Os indicadores de estrutura patrimonial evidenciam o quanto a organização está dependente de recursos de terceiros e são assim divididos: endividamento, composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido e imobilização dos recursos não correntes (MATARAZZO, 2008). No Quadro 2 são apresentados os indicadores, suas fórmulas e a descrição de cada um deles.

Quadro 2 – Índices de estrutura patrimonial.

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA
Endividamento	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada \$ 1,00 de capital próprio.
Composição do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capitais de Terceiros}}$	Qual o percentual de obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais.
Imobilização do PL	$\frac{\text{Investimentos} + \text{Imobilizado} + \text{Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada \$1,00 de Patrimônio Líquido
Imobilização dos Recursos não correntes	$\frac{\text{Investimentos} + \text{Imobilizado} + \text{Intangível}}{\text{PL} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Percentual de recursos não correntes destinados ao financiamento do Ativo Permanente.

Fonte: Adaptado de Martins *et al.* (2012).

Para Martins *et al.* (2012), o principal limitador dos índices de estrutura patrimonial é a falta de correção monetária dos elementos utilizados no cálculo dos quocientes, notadamente os grupos que compõem os numeradores das fórmulas.

2.1.4. Atividade

Os índices de atividade referem-se aos prazos médios, são indicadores da atividade operacional, que possibilitam controlar e gerenciar o capital de giro de todas as organizações (MORANTE, 2009). De acordo com a classificação de Assaf Neto (2010), tem-se o seguinte: Prazo médio de estocagem de matéria-prima (PME); Prazo médio de fabricação (PMF); Prazo médio de venda (PMV); Prazo médio de cobrança (PMC); e Prazo médio pagamento a fornecedores (PMPF). Para este estudo será dado foco na análise do PMV; PMC e PMPF já que o estudo foi realizado em empresas comerciais, nas quais não se aplicam os PME e PMF.

Na Quadro 3 são apresentados os indicadores, suas fórmulas e uma descrição de cada um deles.

Quadro 3 – Prazos Médios.

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA
PMV	$\frac{\text{Estoque Médio de Produtos Acabado} \times 360}{\text{Custo dos Produtos Vendidos}}$	Tempo médio de estocagem dos produtos acabados.
PMC	$\frac{\text{Duplicatas a Receber (Média)} \times 360}{\text{Vendas a Prazo}}$	Tempo médio de recebimento dos produtos vendidos.
PMPF	$\frac{\text{Fornecedores a Pagar (Média)} \times 360}{\text{Compras a Prazo}}$	Tempo médio para pagamento das compras.

Fonte: Adaptado de Martins *et al.* (2012).

Estes indicadores também apresentam limitações. Por exemplo, no cálculo do PMV é necessário atenção para não se utilizar o total de estoques, pois conforme o tipo de negócio desenvolvido pelas empresas podem existir vários tipos de estoque (matéria – prima, produtos em elaboração, produtos acabados etc.). Para Martins *et al.* (2012) o correto é utilizar as contas separadamente, um índice para cada tipo de estoque.

No cálculo do PMC, o cuidado se refere a quais vendas devem ser informadas. Para Martins *et al.* (2012) o ideal é utilizar as vendas brutas, descontadas de devoluções, abatimentos, etc. Além disso, os autores recomendam o uso das vendas a prazo, pois caso contrário o prazo encontrado será o prazo médio ponderado entre as vendas à vista e as vendas a prazo.

Quanto ao PMPF, as limitações podem ser maiores, pois o valor das compras geralmente não está disponível nas demonstrações. A alternativa apresentada pela literatura, por meio da fórmula do custo das mercadorias vendidas (Estoque Inicial + Compras – Estoque Final) tem problemas, pois, em geral, as organizações lançam diversos tipos de compras a prazo em fornecedores, não só mercadorias para revenda, o que contribui para a distorção do indicador (MARTINS *et al.*, 2012).

2.1.5. Rentabilidade

Por meio dos índices de rentabilidade é possível fazer uma análise econômica das demonstrações contábeis. Neste estudo será dado enfoque nos seguintes indicadores: giro do ativo; margem operacional; retorno sobre o investimento (ROI); e retorno sobre o patrimônio líquido e alavancagem financeira. No Quadro 4 são apresentados os indicadores, suas fórmulas e uma descrição de cada um deles.

Quadro 4 – Índices de rentabilidade.

ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA
Giro do Ativo	$\frac{\text{Receitas líquidas}}{\text{Investimento}}$	Quanto a empresa vendeu para cada \$ 1,00 de investimento total.
Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido (ajustado)} \times 100}{\text{Receitas Líquidas}}$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 1,00 vendido.
Retorno sobre o Investimento	$\frac{\text{Lucro Op. Líquido (ajustado)} \times 100}{\text{Investimento}}$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 1,00 de investimento total.
Rentabilidade do PL	$\frac{\text{Lucro Líquido} \times 100}{\text{PL (inicial)}}$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 1,00 de capital próprio investido no exercício.

Fonte: Adaptado Martins *et al.* (2012).

Além dos índices apresentados no Quadro 4, cabe destacar a importância da Alavancagem Financeira, a qual pode influenciar o resultado dos sócios tendo por base o uso do capital de terceiros. Segundo Marion (2009, p. 131), “trata-se de novos financiamentos de terceiros que aumentam os resultados líquidos (o lucro) dos proprietários”. De acordo com Matarazzo (2010) o grau de alavancagem financeira (GAF) pode ser calculado da seguinte forma: $GAF = \text{Retorno sobre o PL} / \text{Retorno sobre o ativo}$.

Com base nos indicadores apresentados nesta seção, pode-se analisar as demonstrações contábeis das entidades em estudo, mas antes é necessário uma breve discussão sobre o varejo *online* no Brasil.

2.2. Internet e E-commerce

A internet como um sistema de comunicação de informações não é mais restrita a uma minoria, pois com o passar do tempo tem aumentado a parcela da população brasileira que usufrui desse benefício. Segundo pesquisa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2013), no ano de 2011, quase metade da população já possuía acesso à rede. A internet tem se tornado a espinha dorsal em termos de tecnologia de informação, seja de uso intra ou interorganizacional, como

ambiente que interliga vendedores e clientes, possibilitando interação e transações em tempo real (CASTELLS, 2001; VENKATRAMAN, 2000).

Poucas tecnologias cresceram e são tão utilizadas quanto os computadores e a internet, pois afetam a economia de várias formas, no acesso ao consumo, no mercado de trabalho, na legislação e até a organização das empresas (COSTA *et al.*, 2012; CORREIA *et al.*, 2006). Diante das novas tendências e exigências do mercado, as empresas começaram a adotar maneiras diferenciadas de fazer negócio, uma das estratégias é o *e-commerce* que para Kalakota e Whisnton (1996) é a compra e venda de informações, produtos e serviços, por meio da rede de computadores.

Nessa perspectiva, Venetianer (2000) afirma que o comércio eletrônico é o conjunto de todas as transações comerciais realizadas por uma empresa, visando atender direta ou indiretamente um grupo de clientes, utilizando para tanto as facilidades de comunicação e de transferência de dados através da rede mundial Internet.

Essa modalidade de negócios possibilita uma maior integração nas organizações, capaz de interligar as áreas, fornecedores e clientes, além de processar um grande número de transações e fornecer aos consumidores um atendimento de forma rápida, segura e personalizada (ALBERTIN, 2000; DELONE; MCLEAN, 2004; WANG, 2008).

A 27ª edição do relatório *WebShoppers*, emitido pelo EBIT, apresentou estatísticas relevantes referentes ao ano de 2012 em relação ao comércio eletrônico tais como:

- Foram realizados 66,7 milhões de pedidos;
- 54% dos pedidos realizados foram com frete grátis;
- 46% das pessoas que fizeram sua primeira compra *on-line* possuíam renda familiar entre R\$ 1.000,00 e R\$ 3.000,00, faixa pertencente à Classe C;
- As categorias com maior volume de pedidos foram definidas da seguinte maneira: 'Eletrodomésticos' em primeiro, com 12,4%, seguida de 'Moda e Acessórios', com 12,2%. Em terceiro, 'Saúde, beleza e medicamentos' com 12%. Completando o ranking ficaram 'Informática' com 9,1% e 'Casa e Decoração', com 7,9%;
- Perfil do consumidor virtual: 56,7% de mulheres X 43,3% de homens;
- O meio de pagamento mais utilizado foi o cartão de crédito: 73%.

Essa análise evidencia que o *e-commerce* é um setor que está sendo acompanhado de perto pelos especialistas. O conhecimento quanto ao comportamento do mercado é um diferencial para as empresas que querem obter sucesso neste segmento, por se tratar de um negócio bastante dinâmico. Não são muitos os estudos realizados sobre o *e-commerce* no Brasil. No entanto, alguns se destacam (ALBERTIN, 2000; MAYA; OTERO, 2002; BULGACOV *et al.*, 2006; CORREIA *et al.*, 2006). No Quadro 5 são apresentados os principais resultados dessas pesquisas.

Quadro 5 – Síntese dos principais resultados de estudos anteriores.

AUTORES	OBJETIVOS	METODOLOGIAS	PRINCIPAIS RESULTADOS
Albertin (2000)	Analisar o novo ambiente (<i>e-commerce</i>) no cenário brasileiro.	Pesquisa de campo por meio de questionário elaborado com base em várias pesquisas exploratórias anteriores. A amostra foi formada por aproximadamente 150 empresas, dos vários setores serviços, indústria e comércio. Foi realizada entre julho de 1999 e março de 2000.	Concluíram que o comércio eletrônico, no mercado brasileiro, está consolidado e apresenta claros sinais de evolução, mesmo que ainda possa ser considerado em estágio intermediário de expansão.

Maya e Otero (2002)	Analisar a necessidade de mudança e adaptação das pessoas e das empresas ao cenário de <i>e-commerce</i> , assim como perspectivas de desenvolvimento de negócios nessa área.	Revisão bibliográfica de 18 periódicos. Sendo artigos, livros e revistas, nacionais e internacionais. Cujo período de publicação varia de 1996 a 2001.	A internet vai revolucionar a maneira como os consumidores e as empresas se relacionam. Apesar da evolução do <i>e-commerce</i> ainda ser incerta, promete ser um campo fértil para o desenvolvimento de pesquisas.
Bulfacov <i>et al.</i> (2006)	Caracterizar o comércio eletrônico empiricamente, tendo em vista seus impactos sobre o conteúdo e os processos estratégicos de empresas no biênio 2004-2005.	Levantamento bibliográfico e de pesquisas existentes sobre a influência do comércio eletrônico nas organizações e administração estratégica. Coleta das informações primárias das empresas, visando à caracterização dos conteúdos, processos e desempenhos, mediante questionário reestruturado aos dirigentes estratégicos das empresas. Período: 2º semestre 2004 e 1º semestre de 2005.	A hipótese de que a implantação do comércio eletrônico traz mudanças nos conteúdos e processos estratégicos e, conseqüentemente, nos resultados das empresas teve uma resposta afirmativa.
Correia <i>et al.</i> (2006)	Apresentar um dos mais recentes mercados de sucesso mundial: o <i>e-commerce</i> . Serão descritas suas características, barreiras, impactos e tendências, bem como sua influência na parte legal e moral da sociedade.	Revisão bibliográfica de 16 periódicos. Sendo 15 entre artigos e revistas nacionais e 1 artigo internacional.	A internet deixou de ser diferencial e passou a ser pré-requisito em todas as empresas. Aquelas que não praticam o comércio eletrônico e nem possuem planos de adentrar esse mundo estão condenadas a resultados bem abaixo do que se poderia obter.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a última coluna do Quadro 5, os resultados das pesquisas realizadas são todos bastante otimistas quanto ao futuro do comércio eletrônico. No entanto, nenhum estudo que se dedicasse à análise dos resultados econômico-financeiros de empresas atuantes no comércio eletrônico em comparação com empresas atuantes no varejo tradicional foi encontrado.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Classificação da Pesquisa

A presente pesquisa tem como objetivo realizar uma análise econômico-financeira das demonstrações contábeis da empresa B2W Digital e fazer uma comparação com empresas classificadas no mesmo segmento conforme a BM&FBovespa, a fim de buscar pistas sobre as causas do baixo desempenho econômico da empresa, por isso quanto ao tipo de pesquisa, classifica-se como um estudo descritivo. Em relação ao método de abordagem, a pesquisa foi de caráter predominantemente qualitativo. Quanto aos procedimentos técnicos de coleta de dados, foram feitas análises documentais nas demonstrações contábeis publicadas das empresas, complementadas por outras informações disponibilizadas pelas empresas investigadas aos investidores e demais usuários externos.

Esta abordagem se mostra apropriada a este estudo, uma vez que os documentos utilizados para análise (demonstrações contábeis auditadas e publicadas) são os mesmos utilizados pelo mercado para decisões de investimento e concessão de crédito, dentre outras.

3.2. Plano de Coleta e Análise dos Dados

Os procedimentos para a realização da coleta de dados são vários e diferem de acordo com as circunstâncias ou com o tipo de investigação (LAKATOS, 2001). Para a realização desse estudo, as demonstrações contábeis das empresas B2W Digital, Hypermarchas S.A. e Dufry foram coletadas diretamente da *web site* de cada empresa. A escolha da empresa B2W Digital justifica-se por ela ser líder no segmento de *e-commerce*, além de ter suas demonstrações publicadas, já que em outras empresas atuantes no comércio eletrônico, de capital fechado, as dificuldades para se obter tais demonstrações, são maiores. A B2W Digital foi criada em 2006, como resultado da fusão das lojas Americanas.com e Submarino.com, porém o período de análise das demonstrações compreende os anos de 2007 a 2012. O ano de 2006 não entrou na análise por ser um ano de transição para a organização e isso poderia comprometer a análise dos resultados.

Foi utilizado todo o material disponível na *web site* das empresas na área de relacionamento com o investidor tais como: áudio de teleconferências, atas de reunião, comunicados ao mercado, relatórios da administração e notas explicativas. Por meio desses documentos foi possível encontrar informações complementares às demonstrações contábeis.

Em seguida foram realizadas as análises horizontal e vertical e calculados os índices financeiros (liquidez, capital de giro, estrutura patrimonial, atividade e rentabilidade) das empresas envolvidas. Por fim, foi estabelecida a comparação entre as entidades e realizada uma análise detalhada da situação econômico-financeira da empresa B2W Digital nos aspectos em que ocorreram divergências maiores.

4. RESULTADOS

Inicialmente foram realizadas as análises horizontal e vertical e cálculo de todos os indicadores apresentados na Figura 1 e nos Quadros 1, 2, e 4 constantes no quadro teórico para as empresas B2W, Hyupermarcas e Dufry no período de 2007 a 2012. De posse dos resultados obtidos por meio dos indicadores econômico-financeiros e da comparação feita entre as demonstrações financeiras das empresas, foi possível apontar suspeitas do resultado negativo apresentado pela B2W Digital nos últimos anos contradizendo as expectativas positivas para o segmento de *e-commerce* divulgado pela mídia.

Primeiramente, verificou-se que a empresa está em um contínuo crescimento em suas vendas. Nota-se que em 2012 a receita líquida aumentou 13% quando comparada ao ano anterior, no entanto o custo da mercadoria vendida (CMV) consumiu mais de 70% da receita auferida, o que contribuiu para a baixa margem bruta da companhia. Na Hypermarchas S.A. e Dufry o CMV corresponde em média a 40% da receita líquida. Essa diferença de margens bruta chama atenção, pois corresponde a aproximadamente 30%. Em informações divulgadas ao público (notas explicativas, audições de teleconferências, relatórios de analistas) não há detalhes sobre esta conta. A única informação ressaltada aos custos em notas explicativas é: “os custos de mercadorias vendidas e dos serviços prestados incluem o custo de aquisição de mercadorias e custos com serviços, deduzido das bonificações em produtos recebidas dos fornecedores”.

Somente essa afirmação não permite tirar conclusões a respeito da composição dos custos da empresa B2W Digital. O tratamento global dessas contas prejudica a análise do mercado quanto à rentabilidade da empresa, pois os usuários externos não têm acesso às informações de forma detalhada e transparente como deveriam ter.

A Tabela 1 apresenta as margens operacionais da empresa ao longo dos anos, apontando que o tipo de negócio desenvolvido pela B2W Digital é de baixas margens. Além disso, a Tabela 1 evidencia queda em praticamente todos os anos analisados.

Tabela 1 – Margens Brutas – B2W Digital – 2007 a 2012.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Margem	30%	29%	28%	28%	25%	24%

Fonte: Elaborado pelos autores.

Prosseguindo as conclusões referentes aos resultados alcançados, um fato relevante observado foi o grau de endividamento apresentado pela empresa B2W Digital, principalmente com empréstimos tanto de curto como de longo prazo. Esses empréstimos acarretam em despesas financeiras, pois geram juros e variação monetária que, em 2011 e 2012, corresponderam a 42% e 32% respectivamente, do total de despesas financeiras. Conforme dados apresentados na Tabela 2, além de um elevado grau de endividamento, 56% das dívidas da organização estão alocados a curto prazo. É importante salientar que redução nos dois índices ocorrida entre os anos 2010 e 2011 foi ocasionada pela ampliação do capital da empresa.

Tabela 2 – Endividamento e Composição do Endividamento - B2W Digital – 2007 a 2012.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Endividamento	7,10	15,69	13,32	13,22	4,23	5,06
Composição do Endividamento	0,95	0,80	0,66	0,47	0,68	0,56

Fonte: Elaborado pelos autores.

A organização não manteve um equilíbrio entre os prazos de recebimento de suas vendas e o prazo de pagamento de seus fornecedores, ela está pagando seus fornecedores em prazos relativamente curtos quando comparados aos prazos que tem concedido a seus clientes. Em 2012, por exemplo, a empresa pagou seus fornecedores em média em 77 dias, enquanto recebia de seus clientes em média em 184 dias. Dessa forma, a organização é obrigada a captar recursos para financiar a sua operação, como mostram a NCG da empresa em pleno crescimento ao longo dos períodos analisados (Tabela 3).

Tabela 3 – CCL - NCG e ST - B2W Digital – 2007 a 2012.

ÍNDICE	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CCL	23.732,00	360.114,00	751.567,00	924.010,00	1.400.808,00	1.489.384,00
NCG	1.256.352,00	1.575.108,00	1.709.813,00	1.620.233,00	2.969.955,00	1.824.268,00
ST	(1.232.620,00)	(1.214.994,00)	(958.246,00)	(696.223,00)	(1.569.147,00)	(334.884,00)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Um agravante detectado na B2W Digital é que ela busca financiar a NCG com recursos de curto prazo, essa prática leva a um resultado de ST negativo, podendo caracterizar a empresa com o “efeito tesoura” que faz com que suas finanças sejam comprometidas, uma vez que implicará no aumento das despesas financeiras, endividamento e diminuição em seus lucros.

Foi possível constatar que uma “modalidade” de empréstimos que estão comprometendo os resultados da empresa, por serem mais caros, é a prática de antecipações de recebíveis. Conforme detalhes apresentados nas demonstrações financeiras em suas notas explicativas, a maior parte da carteira de clientes da B2W Digital é composta de valores que foram antecipados pelas administradoras de cartões ou Bancos, esse processo fez com que a companhia assumisse mais despesas financeiras. Em 2012, o resultado foi comprometido em R\$ 92.740 milhões com despesas de antecipações de recebíveis.

Ainda relacionado às despesas financeiras, outro fato que chamou atenção, foi que em 2012 a organização apresentou em suas notas explicativas uma despesa com desconto financeiro equivalente a 34% do total de despesas financeiras e 51% do resultado financeiro. Um percentual relevante, porém o que a empresa alegou no relatório da administração é que esse aumento foi em função do meio de pagamento escolhido e que está em linha com as práticas do mercado. Ao analisar os áudios

das teleconferências realizadas pela empresa constatou-se que os descontos financeiros são as despesas assumidas pela empresa quando a mesma opta em fornecer descontos aos clientes em compras à vista. Em 2012 o valor de descontos financeiros foi de R\$ 215.110 milhões.

Além do endividamento, o aumento gradativo das despesas operacionais ao longo dos anos também está destruindo resultado na organização. Em 2012 houve um aumento de 20% quando comparado ao ano anterior. Mais de 80% corresponde a despesas com vendas, especialmente no quesito distribuição, o que está em linha com a literatura, conforme mencionado na plataforma teórica. Nesse sentido, no relatório da administração e nos áudios das teleconferências é claramente exposto que a empresa pretende investir 1 bilhão de reais durante três anos (2013, 2014 e 2015) para abertura de pelo menos 10 novos centros de distribuição. Essa medida visa evitar problemas como os enfrentados pela B2W Digital em 2011, em relação a prazo de entrega e atendimento ao cliente, isso provocou um desembolso em grande proporção com indenizações e multas pagas a órgão de defesa do consumidor. Essas despesas com processos judiciais foram contabilizadas em “outras despesas operacionais”.

Devido à soma de todos esses fatores, a rentabilidade da empresa foi diretamente afetada, pois apesar de experimentar ano após ano aumento em suas vendas, seus custos e despesas aumentam em proporções maiores o que impede a empresa de crescer com rentabilidade, conforme demonstram os dados da Tabela 4.

Tabela 4 – ROI das empresas B2W, Hypermarcas e Dufry – 2007 a 2012.

EMPRESA/ANO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
B2W	0,12	0,13	0,12	0,11	0,07	0,05
HYPERMARCAS S.A.	0,01	0,00	0,07	0,07	0,05	0,05
DUFY	0,12	0,08	0,06	0,10	0,08	0,08

Fonte: Elaborado pelos autores.

Embora o retorno sobre investimento da B2W tenha sido superior ao das concorrentes até 2010, ele vem caindo sistematicamente. A esse respeito, a Fitch Ratings, agência responsável por classificar as organizações quanto ao risco de crédito, emitiu em Junho de 2013 um relatório onde comunicou que elevou o *rating* das Lojas Americanas S/A, porém com algumas ressalvas especialmente em relação a B2W Digital.

(...) os *ratings* são, de certa forma, limitados pela fraca performance operacional de sua subsidiária de comércio eletrônico, a B2W. Desde o início de 2010, este segmento tem apresentado gradual deterioração nos resultados, o que tem sido caracterizado pela abrupta queda de margens, fraca geração operacional de caixa e por desafios em gerenciar de forma adequada sua estrutura logística e de tecnologia (...). Em bases isoladas, desconsiderando-se as integrações existentes, os *ratings* da B2W seriam avaliados diversos graus abaixo dos atuais. (DONATTI; PAULINO, 2013).

É possível notar que os achados acima apresentados corroboram as afirmações encontradas no relatório da Fitch Ratings sobre o desempenho econômico-financeiro da empresa B2W Digital, e caso permaneça apresentando resultados semelhantes, o retorno aos acionistas pode continuar comprometido, como já vem ocorrendo (Tabela 5).

Tabela 5 – Rentabilidade do PL das empresas B2W, Hypermarcas e Dufry – 2007 a 2012.

EMPRESA/ANO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
B2W	0,17	0,19	0,23	0,14	(0,39)	(0,15)
HYPERMARCAS S.A.	1,57	(0,30)	0,15	0,08	(0,01)	0,03
DUFY	0,18	0,17	0,09	0,15	0,18	0,17

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na B2W Digital, em 2012, para cada R\$ 1,00 de capital investido, a empresa apresentou R\$ 0,15 de prejuízo. A Dufry dentre as empresas analisadas foi a que mais se destacou visto que no período pesquisado obteve lucros em seus resultados, fechando 2012 com R\$ 0,17 de retorno sobre cada real investido pelos sócios. Já Hypermarcas S.A. em 2011 apresentou uma queda em seus resultados, ocasionado principalmente por um aumento considerável em suas despesas financeiras, no entanto em 2012 voltou a auferir lucros, e somar R\$ 0,03 de lucro para cada R\$1,00 de capital próprio investido.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a buscar respostas para melhor compreender o paradoxo entre a tendência de evolução do segmento de *e-commerce* no Brasil conforme divulgado pela mídia e os resultados negativos apresentados por empresas representantes do setor.

Diante disso, algumas pistas foram encontradas que podem justificar o fato do maior *e-commerce* do Brasil, B2W Digital, atuar no vermelho por três anos consecutivos. Primeiramente, verificou-se que a margem bruta da companhia é baixa quando comparada a outras empresas do segmento. Sua receita de vendas está em crescimento contínuo, porém grande parte está sendo consumida pelo custo da mercadoria vendida. Outra pista detectada foi o desequilíbrio na gestão dos prazos médios, já que a empresa concede prazos de pagamento aos seus clientes muitos superiores aos prazos que conseguem junto aos fornecedores. Consequentemente, a companhia se vê obrigada a financiar sua operação com recursos onerosos, tais como empréstimos e antecipações de recebíveis, assim o elevado grau de endividamento foi apontado como mais uma pista que contribuiu para o resultado negativo da organização. Finalmente, constatou-se um aumento nas despesas operacionais da B2W Digital, principalmente referentes a distribuição, que é uma área em que a empresa tem investido bastante considerando sua modalidade de atuação.

Diante de todos os indicadores encontrados e das comparações feitas com o mercado, ficou claro que a situação econômica - financeira da B2W Digital é preocupante diante do cenário de má gestão nos prazos médios, alto endividamento, baixa margem bruta e elevada despesa operacional. Acredita-se que a B2W Digital e as demais empresas atuantes no varejo *on-line* perdem rentabilidade por ser o *e-commerce* uma modalidade de negócios relativamente nova, e essas organizações ainda não se adaptaram totalmente ao dinamismo, e as peculiaridades do mundo virtual. Mas se essas companhias focarem em ações direcionadas, visando diminuir o "custo de servir" e as despesas financeiras é possível que seus resultados sejam proporcionais às projeções para o comércio eletrônico, que é considerado um segmento promissor.

Embora a adoção aos padrões internacionais de contabilidade tenha trazido grandes contribuições ao processo de análise das demonstrações contábeis, uma vez que aproximou a contabilidade societária da contabilidade gerencial (essência sobre a forma), ainda existem alguns aspectos a serem melhorados. Neste estudo ficou evidente a necessidade de abertura da "caixa preta" denominada "Custos das Mercadorias Vendidas" para adequada análise da rentabilidade do negócio. O maior detalhamento desta conta poderia contribuir no aprimoramento do trabalho dos analistas de mercado, já que esta conta representa, via de regra, a maior despesa dos empreendimentos contemporâneos.

Com esta pesquisa acredita-se ter contribuído para que as organizações atuantes no varejo *on-line* e também aquelas que pretendem atuar no futuro possam rever suas estratégias competitivas, a fim de buscar o crescimento, porém conscientes das dificuldades inerentes a este ramo, notadamente os custos de distribuição e suas implicações na rentabilidade do negócio.

Para estudos futuros sugere-se verificar se existe alguma relação dos resultados alcançados pela B2W Digital com o preço de suas ações. Outra opção seria analisar o desempenho econômico

financeiro de empresas atuantes no varejo *on-line* em outros países como Estados Unidos e Europa que ocupam os primeiros lugares no *ranking* de crescimento do comércio eletrônico na atualidade. Outra questão de pesquisa futura seria verificar o desempenho da controladora da B2W Digital, as Lojas Americanas S.A (loja física), quanto às quatro pistas encontradas neste trabalho (baixa margem bruta, má gestão dos prazos médios, alto endividamento e crescimento das despesas operacionais) que apontam as causas dos resultados negativos de sua operação de varejo *on-line*.

REFERÊNCIAS

ALBERTIN, Alberto Luiz. Comércio Eletrônico: Benefícios e aspectos de sua aplicação. *Revista de Administração de empresas*, v. 38, n. 1, p. 52-63, jan./mar. 1998.

ALBERTIN, Alberto Luiz. O Comércio Eletrônico evolui e consolida-se no mercado Brasileiro. *Revista de Administração de empresas*, v. 40, n. 4, p. 94-102, out./dez. 2000.

ALBERTIN, Alberto Luiz. *Comércio eletrônico: situação atual e tendências*. São Paulo: EAESP/FGV, 2000b. Projeto de pesquisa desenvolvido com o apoio do Núcleo de Pesquisas e Publicações (NPP) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP) da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/3116>. Acesso em: 02 mar. 2013.

ANDRADE, Maria Margarida. *Como preparar trabalhos para cursos de Pós – Graduação: noções práticas*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 9. ed. São Paulo: Atlas; 2010.

AYRES, Marcela. *Carrefour encerra vendas on-line no Brasil e demite 40*. 7 dez. 2012. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/gestao/noticias/carrefour-encerra-vendas-on-line-no-brasil>. Acesso em: 16 abr. 2013.

BRUNI, Adriano Leal. *A Análise Contábil e Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BULGACOV, Yára Lúcia Mazziotti; BULGACOV, Sérgio; AZEVEDO, Alexandre Cabral de; ROSA-DAS, Leandro Azevedo da Silva. A Implantação do Comércio Eletrônico e seus efeitos sobre os processos e os conteúdos estratégicos das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 5, n. 2, p. 89-114, mai./ago. 2006.

BM&FBOVESPA. *Companhias listadas*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 28 nov. 2013.

B2W. *Outras informações*. Disponível em: <http://www.b2wdigital.com/outras-informacoes/centro-de-downloads>. Acesso em: 28 set. 2013.

CASTELLS, M. *The Internet Galaxy*. New York: Oxford U.P., 2001.

CORREIA, Rafael Felix; RUGONI, Tassiana Custódio; ALBULQUERQUE, Paulo; CAMOZZI, Clóvis; SOUZA, Stefanie de Freitas; AIHARA, Simone. O Impacto do e-commerce na sociedade. *Revista de Informática Aplicada*, v. 2, n. 2, p. 94-110, jul./dez. 2006.

- DELONE, William H.; MCLEAN, Ephraim R. medição e-commerce de sucesso: Aplicando o modelo de sucesso dos sistemas de informação DeLone & McLean. *Jornal Internacional de Comércio Eletrônico*, v 9, n.1, p. 31-47, 2004.
- DINIZ, Eduardo Henrique. Comércio Eletrônico: fazendo negócios por meio da internet. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 3, n. 1, p. 71-86, jan./abr. 1999.
- DONATTI, Renato; PAOLINO, Gisele. *Lojas Americanas S.A e Subsidiária B2W – Companhia Digital*. Jul. 2013. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br>. Acesso em: 18 set. 2013.
- DUFREY. Demonstrações Financeiras Padronizadas. Disponível em: <http://www.dufry.com/pt/Investors/CVMFilings/StandardFinancialStatementsDFP/index.htm>. Acesso em: 28 set. 2013.
- EBIT. Web shoppers. Disponível em: <http://www.ebitempresa.com.br/web-shoppers.asp>. Acesso em: 27 jan. 2013.
- GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GRUPO PÃO DE ACUÇAR. *Grupo pão de açúcar*. Disponível em: http://www.gpari.com.br/grupo-paodeacucar/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=31131. Acesso em: 02 fev. 2013.
- HYPERMARCAS. *Hypermarcas*. Disponível em: <http://hypermarcas.infoinvest.com.br>. Acesso em: 28 set. 2013.
- IBGE. *Pesquisa Nacional por domicílios*. Acesso à internet e posse de telefone móvel celular para uso pessoal. Disponível em: http://ftp.ibge.gov.br/Acesso_a_internet_e_posse_celular/2011/PNAD_Inter_2011.pdf. Acesso em: 07 nov. 2013.
- KALAKOTA, R. E; WHINSTON, A. *Frontiers of eletronic commerce*. New York: Addison – Wesley, 1996.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Fundamentos de metodologia científica*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARION, José Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton; MIRANDA, Gilberto. *Análise avançada de demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas, 2012.
- MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- MAYA, Paulo César da Cunha; OTERO, Walter Ruben Iriondo. Perspectivas do Comércio eletrônico na Internet. *Revista de Ciências da Administração*, v. 4, n. 6, p. 29-38, jan./jun. 2002.

MORANTE, Antônio Salvador. *Análise das demonstrações financeiras: aspectos contábeis da demonstração de resultado e do balanço patrimonial*. 2. ed. São Paulo: Atlas: 2009.

OLINQUEVITCH, José Leônidas. *Análise de balanços para controle gerencial: demonstrações contábeis exclusivos de tesouraria*. 4. São Paulo: Atlas: 2004.

SOARES, Edvaldo. *Metodologia Científica: lógica, epistemologia e normas*. São Paulo: Atlas: 2000

WANG, Yi-Shun. Avaliando o sucesso dos sistemas de e-commerce: a re-especificação e validação do modelo de DeLone e McLean é o sucesso. *Information Systems Journal*, v. 18, n. 5, p. 529-557, 2008.

VENETIANER, T. *Como vender seu peixe na internet: um guia prático de marketing e comércio eletrônico* (4a ed.). Rio de Janeiro: Campus, 2000.

VENKATRAMAN, N. Five steps to a Dot-Com strategy: how to find your footing on the web. *Sloan Management Review*, Cambridge-Massachusetts-EUA, v. 41, n. 3, p. 15-28, spring 2000.

ZAIN, Ana Laura. *A comScore Lança o Relatório 2013 Brazil Digital Future in Focus*. Disponível em: http://www.comscore.com/por/Insights/Press_Releases/2013/3/comScore_Releases_2013_Brazil_Digital_Future_in_Focus_Report. Acesso em: 7 mar. 2013.