

---

# Análise da rentabilidade de empresas varejistas: uma abordagem exploratória

## *Analysis of Return of Companies Retailers: an Exploratory Approach*

DAVID FERREIRA LOPES SANTOS\*

### RESUMO

O artigo teve como objetivo analisar os fatores que influenciaram o desempenho das empresas varejistas brasileiras no período de 2000 a 2006. Para alcançar o resultado proposto especificou-se um modelo exploratório com quatro dimensões internas a firma: eficiência operacional, eficácia mercadológica, estrutura de capital e tamanho. A perspectiva intra-firma se sustenta nos postulados da teoria baseada em recursos e a escolha do setor varejista importa por ser diretamente influenciado pelo consumo das famílias e, com efeito, das políticas públicas. Utilizou-se o método quantitativo, tendo como base um modelo exploratório que foi testado a partir da técnica de regressão múltipla. Os resultados alcançados confirmaram o ajuste estatístico do modelo, bem como, possibilitou identificar que a eficiência operacional é o principal influenciador do desempenho financeiro deste setor. Em adição, a eficácia mercadológica apresentou significância estatística, entretanto, com relevância inferior a eficiência operacional. Por outro lado, a estrutura de capital exerceu influência negativa no desempenho, porém com fraca significância e o tamanho da empresa não exerceu influência significativa na *performance*. **Palavras-chaves:** Desempenho; Fontes de Valor; Varejo.

---

\* Universidade Estadual Paulista. Doutor em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Professor Assistente Doutor na UNESP - FCAV Jaboticabal - SP no Departamento de Economia Rural. E-mail: david.lobes@fcav.unesp.br

**ABSTRACT**

The article aims to analyze the factors that influence the performance of the Brazilian retail companies in the period 2000 to 2006. To achieve the result specified is a proposed exploratory model with four internal dimensions of the firm: operational efficiency, marketing effectiveness, capital structure and size. The perspective is sustained intra-firm on the postulates of the theory based on resources and the choice of the retail sector matter to be directly influenced by consumer spending and, indeed, of public policy. We used the quantitative method based on an exploratory model has been tested from the multiple regression techniques. The results confirmed the statistical adjustment of the model as well, identified that operational efficiency is the main influence to the financial performance of this sector. In addition, the effectiveness of marketing statistical significance, however, less relevant operational efficiency. On the other hand, the capital structure exerted negative influence on performance, but with low significance and size of the company did not significantly influence the performance.

**Keywords:** Performance, Sources of Value, Retail Sector.

**1. INTRODUÇÃO**

O início da primeira década deste século foi marcado por uma retomada do crescimento econômico brasileiro, mesmo que em escalas modestas, após uma década de transição entre uma economia desestabilizada pelas altas taxas de inflação para níveis controlados de preços e o fortalecimento das instituições econômicas do país. Durante os anos de 2000 a 2006 pode-se constatar junto à nova fórmula de cálculo do PIB nacional uma média de crescimento superior a 3% com tendência de alta nos últimos anos (IBGE, 2011).

No entanto, o crescimento médio do PIB apresentou alternâncias ao longo do período como podem ser observadas na Tabela 1:

Tabela 1 – Crescimento do PIB do Brasil – Nova Fórmula

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Crescimento do PIB	4,3%	1,3%	2,7%	1,1%	5,7%	2,9%	3,7%

Fonte: Adaptação do Autor IBGE (2011)

É ponto pacífico no trato econômico o reconhecimento do impacto direto das variações da renda nacional nos gastos das famílias, que ocorrem, sobretudo, e de forma direta nas diversas instituições de varejo. Desta forma, apesar do crescimento médio positivo, houve taxas negativas e positivas de variação durante o período analisado nesta pesquisa, o que tornou o ambiente para o setor varejista extremamente dinâmico.

O interesse em considerar o ambiente que circundou a indústria em análise é fruto da expectativa em posicionar as premissas deste trabalho na Teoria Baseada em Recursos, cujo ponto de partida é Penrose (1959).

Penrose (1959) parte do conceito neoclássico de David Ricardo de *rents* dos recursos naturais e propõe uma visão sobre o desempenho das firmas como uma função da capacidade dos gestores em explorarem os recursos que lhes estão disponíveis.

Essa proposição abriu novos horizontes no campo das pesquisas administrativas, pois trouxe para o âmbito da firma a responsabilidade pelo seu desempenho. Assim sendo, a perspectiva externa apresentada sobre a evolução do crescimento econômico do Brasil no início da década serviu como pano de fundo, para entender, como os gestores se posicionaram para alcançar desempenho financeiro, a partir dos recursos disponíveis.

A análise longitudinal de sete anos permitiu uma visão mais abrangente do comportamento das firmas, na expectativa de descobrir eixos de direção que podem influenciar no desempenho financeiro agregado, além de possibilitar uma análise quanto o ajuste do modelo quantitativo exploratório proposto.

As pesquisas que envolvem o segmento varejista no Brasil são incipientes quando relativizadas pela sua importância econômica e comparado com outros setores; o que dificulta análises e discussões

comparativas e complementares (CAMARGO e MACIEL, 2009). Portanto, este trabalho tem por natureza a exploração de um fenômeno não muito bem compreendido, a partir, de indicadores financeiros que dimensionem a estrutura, eficiência e eficácia das organizações; permitindo, com efeito, um novo ponto de partida para pesquisas que venham a testar os resultados e métodos aqui desenvolvidos.

A limitação do trabalho em analisar, apenas, o desempenho financeiro, encontra fundamentação na Teoria de Finanças, onde se considera que a firma pode ser entendida como um investimento, cujo resultado final deve ser entregar retornos superiores a média aos acionistas (BERK, DEMARZO e HARFORD, 2010), (ASSAF NETO, 2005), (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002), (DAMODARAN, 2001), e (GITMAN, 1997).

Portanto, independente de resultados referentes à produtividade, participação de mercado, integração na cadeia, geração de inovações, entre outros indicadores de desempenho; entende-se que todos estes deverão convergir para resultados financeiros que permitam a sustentabilidade do negócio, por outro modo, entende-se aqui que a rentabilidade do investimento é o fim esperado em toda atividade empresarial.

Diante das proposições apresentadas teve-se como preocupação de pesquisa o interesse em descobrir: Quais os fatores influenciam o desempenho das empresas do setor varejista no Brasil?

Na expectativa em atender a motivação inicial buscou-se estruturar o trabalho de forma a entregar a sustentação teórica adequada, seja para definir as variáveis explicativas e explicadas, como também, para se estabelecer os resultados a serem esperados quando da execução da pesquisa. Posteriormente é apresentada a metodologia de pesquisa, além dos procedimentos adotados para tratamento da amostra e formação das variáveis.

Os resultados da pesquisa são apresentados na quarta seção deste trabalho onde as hipóteses estabelecidas são testadas e avaliadas. As conclusões sumarizam os resultados da pesquisa e alçam novos problemas que poderão nortear futuros trabalhos. As referências bibliográficas encerram o artigo.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1. Desempenho financeiro

Besanko, *et al.* (2006) ao questionar as origens da vantagem competitiva, afirmam que “algumas empresas exploram oportunidades para criar posições competitivas rentáveis que outras empresas ignoram ou não conseguem explorar”. Assim, em mercados competitivos, as firmas buscarão constantemente uma posição que lhes assegure um retorno compatível com o nível de risco assumido (GITMAN e MADURA, 2003).

Todas as ações empreendidas por uma organização são precedidas de investimentos, que em última análise constituirão ativos (tangíveis e intangíveis) e que pelo posicionamento de Besanko, *et al.* (2006) necessitarão ter um valor financeiro. Para Damodaran (2001) o mais importante nos investimentos não é compreender o montante aplicado, mas sim suas fontes de valor. É neste princípio que se assenta o interesse desta pesquisa, entender as fontes de valor proporcionadas pelas variáveis explicativas que se repercutem no desempenho final das firmas.

O desempenho esperado por qualquer investimento capaz de proporcionar um posicionamento rentável será aquele que o preço pago seja refletido nos fluxos de caixa que se espera, a partir de uma taxa de desconto que contemple o risco envolvido e a atualização do valor do dinheiro no tempo (DAMODARAN, 2001).

Analisar o desempenho de investimentos, que pode ser inclusive uma empresa, pode assumir diversos caminhos, pois a definição de Damodaran (2001) “(...)proporcionar um posicionamento rentável(...)” é extremamente complexa, a começar pelo que seria “rentável”? Outro ponto importante é a definição da taxa de desconto. Não existe um consenso dentro da teoria de finanças sobre quais variáveis e em que medida, estas devem ser consideradas para formar uma taxa de risco compatível com o empreendimento em questão.

As métricas de desempenho financeiro tradicionais podem ser encontradas nos principais manuais introdutórios de Teoria de Finanças (ASSAF NETO, 2006), (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002) e (GITMAN, 1997). Destacam-se: ROE (*Return on Equity*); ROA

(*Return on Assets*); ROS (*Return on Sales*); ROI (*Return on Investment*); Margem Operacional (Lucro Operacional/Receita); Margem Líquida (Lucro Líquido/Receita); LPA (Lucro Líquido/Quantidade de Ações); P/L (Preço da ação/Lucro Líquido).

Entre estes, observam-se, ainda, o uso de indicadores de liquidez e giro da atividade como variáveis para explicar o desempenho das empresas.

No entanto, essas medidas apresentam restrições, que podem ser encontradas em Basso e Krauter (2003). A principal restrição é que a base de dados para o cálculo desses indicadores é proveniente da contabilidade, cujas regras não contemplam princípios financeiros importantes como: o risco das operações que as empresas estão incorrendo, regime de lançamento das informações com base no caixa e o valor do dinheiro no tempo.

Existem, ainda, particularidades entre os sistemas contábeis dos países, o que dificulta a comparação entre empresas estrangeiras, além de flexibilidades nas próprias regras contábeis para lançamentos de determinadas contas, como por exemplo, o investimento em inovação, que se pode constituir como ativo a ser diferido ou pode ser lançado como despesas, respeitando é claro os limites impostos pela autoridade regulamentadora. Essa distinção é importante quando empresas são intensivas em capital e tem grandes investimentos na aquisição e desenvolvimento de tecnologias, como por exemplo, à indústria petrolífera.

Um caminho utilizado é adoção de métricas de valor econômico adicionado, tais como: Fluxo de Caixa Livre, Fluxo de Caixa Descontado, Fluxo de Caixa Descontado a Valor Presente e Valor Econômico Adicionado. O uso dessas métricas permite capturar o valor da empresa considerando todos os custos envolvidos nas suas operações e o custo do capital próprio. A dificuldade em utilizar essas métricas numa pesquisa como esta é que não há séries históricas de domínio público sobre essas informações o que acabaria inviabilizando a execução deste estudo.

Em razão da disponibilidade dos dados junto à base da Gazeta Mercantil e da dificuldade em se determinar o custo médio ponderado de capital de cada empresa para se calcular o Valor Econômico Adicionado de cada variável, tomou-se sem prejuízo metodológico

algumas métricas tradicionais, a fim de resguardar as características originais dos dados e não propor interferências subjetivas na precificação da taxa de desconto.

Em tempo, como se trata de uma análise agregada e longitudinal espera-se que as variáveis assumam o comportamento médio equivalente aos efetivos valores financeiros de suas contas. Essa possibilidade pode ser alcançada em razão de no longo prazo os regimes de caixa e competência se aproximarem. Mantendo-se como única restrição a assunção de despesas contábeis e não financeiras, como por exemplo, a depreciação e a equivalência patrimonial.

Maciel e Camargo (2009) ao proporem um construto de desempenho para o setor de varejo relacionaram os seguintes indicadores: 1) Desempenho em relação aos concorrentes, 2) Satisfação em relação ao investimento, 3) Crescimento das vendas, 4) Alteração das atividades da organização, 5) Indicador invertido em relação ao item 4, 6) Sucesso do negócio em relação aos concorrentes, 7) Retorno Financeiro, 8) Probabilidade de sobrevivência.

Observa-se no trabalho de Maciel e Camargo (2009) que o construto desempenho contemplou indicadores, também, indicadores não financeiros. Ademais, a pesquisa proposta pelos autores ocorreu no formato *survey* com dados primários, de forma, que não seria possível à obtenção de alguns dados utilizados por estes autores nesta pesquisa. Portanto, o presente trabalho se distancia daquele e ganha natureza exploratória.

Este estudo, ainda, propõe a formação de um construto explicativo do desempenho financeiro mais enxuto e diferenciado, a partir de quatro dimensões: eficácia mercadológica, estrutura de capital, eficiência operacional e tamanho da empresa. De maneira que o desempenho financeiro da firma será mensurado pelo ROE e pelo ROA.

Apesar das restrições impostas pelas regras contábeis em relação às premissas financeiras quanto ao regime de caixa e competência, bem como, as despesas e custos que não geram interferência no caixa, assume-se essas duas variáveis pelas seguintes razões: a) os dados disponíveis para a amostra utilizada não são oriundos de balanços auditados para que se pudesse fazer o levantamento e cálculo do fluxo de caixa operacional de cada período; b) trata-se

de indicadores tradicionais e largamente utilizados, de forma que as limitações não os invalidam; c) o ROE e ROA captam o retorno sobre dois aspectos fundamentais o valor investido/retido pelos sócios na empresa e sobre o investimento agregado. As Fórmulas 1 e 2 apresentam as identidades dos indicadores de desempenho.

$$(1) \quad ROE_i = \frac{Lucro\_Líquido_i}{Patrimônio\_Líquido_i} \times 100$$

$$(2) \quad ROA_i = \frac{Lucro\_Operacional_i}{Ativo\_Total_i} \times 100$$

Observa-se, ainda, que outras pesquisas empíricas no Brasil utilizaram essas métricas ou uma delas como medidas de desempenho, por exemplo: i) Martin, Cruz e Tracz (2010) usaram as variáveis ROI e ROE enquanto métricas de desempenho financeiro em pesquisa associada ao uso do Balanced Scorecard; ii) Richieri, Basso e Martin (2009), também, utilizaram o ROA como índice de desempenho financeiro em pesquisa realizada sobre o impacto do capital intelectual no valor das empresas.

A dimensão proposta como eficácia mercadológica diz respeito à estrutura empresarial ser capaz de gerar receita. Esse conceito tem como pressuposto que o fim de toda empresa capitalista é um resultado financeiro competitivo, todavia, esse resultado será uma função da efetividade do plano de negócio que perpassa necessariamente pela realização de receitas.

Neste trabalho será usado como *proxy* da eficácia mercadológica o indicador Giro do Ativo demonstrado na Fórmula 3.

$$(3) \quad GA_i = \frac{Receita_i}{Ativo\_total_i}$$

Há um consenso na literatura de orçamento de capital que a estrutura da empresa é orçada, a partir, do seu plano de vendas, que se potencializa dentro do plano de marketing; isto é, o valor da projeção das receitas dimensiona desde as necessidades de capital de giro aos investimentos permanentes necessários a sua viabilização (FREZATTI, 2000), (SANTOS e SANVICENTE, 1995), (WELSCH,



1983). Desta forma, quando se relaciona o resultado esperado (Receita) com a estrutura investida (Ativo total) tem-se um indicador que mensura a eficácia mercadológica.

$H_1$  - O Giro do Ativo tem influência positiva no desempenho da empresa.

Stefanello, Freitas e Staduto (2004) utilizaram o giro dos ativos de cooperativas financeiras como variáveis para explicar o seu desempenho. Ação, também, adotada por Santos e Kuroda (2011) nos bancos comerciais brasileiros e Santos e Rodrigues (2011) no setor têxtil.

Paiva, Savoia e Sousa (2008) na tentativa de explicar o valor das ações de uma amostra de empresas nacionais verificaram que a variável Giro do Ativo é significativa na explicação do preço deste título mobiliário das empresas.

Desta forma, o uso do giro do ativo enquanto variável independente para explicar o resultado financeiro das empresas encontra amparo na teoria e em trabalhos empíricos.

A segunda dimensão a ser considerada como explicativa do desempenho é a eficiência operacional. Postula-se como eficiência operacional a capacidade da empresa em reter dentro da sua estrutura o valor gerado pelas suas vendas. Sabe-se, que se trata de um conceito extremamente amplo e que assumirá diversas configurações em diferentes tipos de empresas, contudo, reconhece-se que o esforço operacional em realizar as vendas geram custos e despesas, destarte, os indicadores de margem podem ser utilizados como *proxy* da eficiência operacional de cada firma.

Assaf Neto (2006) afirma que os indicadores de margem (líquida e operacional) refletem a eficiência da empresa em gerar lucro; ao passo, que se considera neste trabalho, apenas, o indicador margem operacional, tendo em vista, que a gestão das empresas quanto ao valor retido para imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido é extremamente restrita; com efeito, a margem operacional poderá ser melhor aplicada para fins de mensuração da eficiência operacional.

Brito e Ferreira (2008) ao analisar os impactos da produtividade e escala no desempenho de empresas de TI, utilizaram a margem

operacional como uma das variáveis dependentes de desempenho financeiro, contudo, a razão do uso deve-se “(...) relaciona-se mais diretamente com a capacidade de geração de caixa do negócio” (BRITO e FERREIRA, 2008, p. 45). Assim, o posicionamento dos autores é convergente com a proposta assumida nessa pesquisa quanto o uso dessa variável para explicar o resultado das empresas varejistas.

Santos e Rodrigues (2011) em modelo exploratório para explicar o desempenho da indústria têxtil, também, utilizaram o conceito de margem operacional como variável explicativa do desempenho financeiro, definida pela identidade da Fórmula 04.

$$(4) \text{ MO} = \frac{\text{Lucro}_{\text{Operacional}_i}}{\text{Receita}_i} \times 100$$

*H<sub>2</sub> – A margem operacional exerce influência positiva no desempenho da firma.*

A terceira dimensão analisa a política de financiamento da empresa, ou seja, busca-se avaliar se para o segmento de varejo a escolha entre capital próprio ou de terceiro interfere no desempenho da empresa.

O principal paradigma na teoria de finanças sob essa disciplina é a irrelevância da estrutura de capital para o valor das empresas de Modigliani e Miller - MM - (1958 e 1963). Antes da teoria de MM tinha-se como orientador a teoria convencional que admite um nível de endividamento que minimize os custos do capital próprio e de terceiros. Após MM, três novas teorias têm sido desenvolvidas no intuito de compreender as decisões de financiamento das empresas: *Agency Theory*, *Static Model Theory* e *Pecking Order* (BERK, DEMARZO e HARFORD, 2010).

Apesar das discussões entre essas correntes e a ausência de um modelo predominante, reconhece-se em todas as teorias que quanto maior o nível de endividamento, maior será o retorno exigido pelos acionistas (ROE), desta forma, este pesquisa encontra um caminho tangencial entre os eixos propostos, pois se assume como variáveis dependentes o ROE e ROA.

A variável que define a política de financiamento deste trabalho é determinada na Fórmula 5:

$$(5) \quad EC_i = \frac{Passivo_i}{(Patrimônio \_ Líquido_i + Passivo_i)}$$

$H_3$  - O nível de endividamento tem impacto positivo no desempenho da empresa.

Em razão de inúmeras discussões quanto o tamanho da empresa no desempenho da firma, serão utilizadas as seguintes variáveis como *Proxy*: Ativo Total, Lucro Operacional e Receita. As discussões que envolvem a importância da dimensão da empresa estão associadas a sua capacidade de conseguir custos médios inferiores, em face de uma possível economia de escala nas suas transações comerciais e financeiras com fornecedores e bancos, ou seja, assume-se o conceito econômico tradicional que todas as empresas buscam o monopólio da oferta (MANKIW, 2001).

Destaca-se que esse procedimento é comum na análise financeira de empresas conforme asseveram Nakamura, *et al.* (2007, p. 76) “evidências empíricas em relação a relevância do tamanho, como variável explicativa do endividamento das empresas podem ser obtidas nos trabalhos de Gaud, Jani, Hoesli, e Bender (2005), Marsh (1982), Ferri e Jone (1979) e Titman e Wessels (1988)”.

Portanto, tem-se a última hipótese desse trabalho definida por:

$H_4$  - O tamanho da empresa tem impacto positivo no desempenho da empresa.

### 3. METODOLOGIA

O trabalho tem como orientação metodológica a pesquisa quantitativa, a partir de dados secundários junto a Gazeta Mercantil, assim, tomou-se um conjunto de empresas disponíveis para o setor e que não representam uma amostra probabilística do universo, mas um conjunto trabalhado pela conveniência dos dados.

Trata-se de uma pesquisa exploratória e tem como premissa epistemológica os paradigmas positivistas, tendo em vista, o interesse em conhecer o relacionamento de causalidade entre o desempenho

financeiro e dimensões relativas ao negócio das empresas (eficácia mercadológica, política de financiamento, tamanho da empresa e eficiência operacional). Nessa pesquisa a interação do pesquisador com as empresas foi nula e o uso de técnica estatística garantiu objetividade e imparcialidade no tratamento da amostra.

Dentre as técnicas estatísticas possíveis para serem utilizadas, optou-se pela multivariada de regressão múltipla, em razão do seu uso corrente nos estudos organizacionais (HAIR, et al. 2005), bem como o seu potencial explicativo (GUJARATI, 2006). Deste modo, a técnica escolhida atende aos interesses desta pesquisa.

Assim como todo método, a análise de regressão apresenta algumas restrições, de forma, que ao longo do tratamento das variáveis e análise dos resultados, tais limitações serão mais bem exploradas, a fim, de entregar a melhor confiabilidade possível aos resultados e validade as análises.

### ***3.1. Característica da amostra e formação das variáveis***

A amostra utilizada neste trabalho foi alcançada junto a base da Gazeta Mercantil, tendo como período de análise os anos de 2000 a 2006. A base compreende empresas de diversos tamanhos e todos os segmentos do varejo (supermercados, drogarias, lojas de departamento, joalherias e comércio em geral). A tabulação dos dados ocorreu em planilhas eletrônicas, onde se providenciou a exclusão das empresas que não apresentavam alguma das informações financeiras necessárias, a fim, de não trabalhar com dados *missing*.

Os dados conseguidos junto a Gazeta Mercantil foram: Ativo Total, Passivo, Patrimônio Líquido, Lucro Operacional e Lucro Líquido. Ao longo dos sete anos houve a entrada e saída de empresas, em razão da extinção (falência, fusões e incorporações) e disponibilidade de dados de empresas, bem como da criação de outras (novos empreendimentos e cisão), portanto, não foram utilizados dados em painel, sendo o tratamento estatístico feito para cada período (*cross section*) com a amostra disponível.

O Gráfico 1 apresenta a quantidade de empresas por período analisado, onde se pode observar uma redução no tamanho da amostra, o que sugere um efeito de concentração no setor, contudo, trata-se de uma inferência, pois a quantidade de informações de-

pende, também, da disponibilidade das empresas. De toda forma, registra-se a representatividade da amostra em todos os anos.

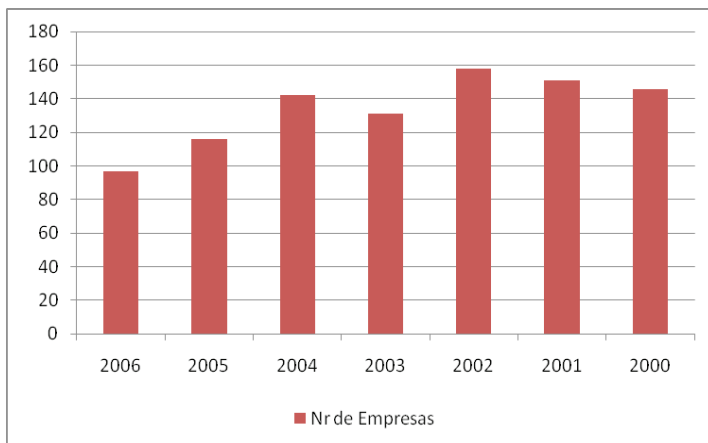


Gráfico 1 - Quantidade de Empresas na Amostra

Fonte: Autor

Os cálculos dos indicadores desenvolvidos na teoria apresentada foram feitos na própria planilha eletrônica, onde também, se providenciou os resultados da estatística descritiva das variáveis. Na sequência os dados foram transportados para o *software* Gretl 1.9.4 (*GNU Regression Econometric Time – series Library*) onde além da análise de regressão foram providenciados os testes necessários para verificar o ajuste do modelo.

Após o cálculo dos indicadores, os dados com valores quatro vezes o desvio padrão sobre a média foram excluídos. Esse procedimento foi realizado, a fim de eliminar comportamentos “exóticos” que contaminariam a análise do agregado.

#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O desempenho financeiro das empresas no que diz respeito ao ROE e ROA é, em última instância, o resultado final de toda empresa. Não há dúvidas que outros indicadores são importantes para melhor compreensão destes, bem como reconhecer que tanto o ROE quanto o ROA são resultados passados e, portanto, não são garantias de ocorrências futuras. Todavia, o foco desta análise não

está na competitividade dos retornos no futuro, mas em analisar as fontes de valor que levaram ao desempenho apresentado, sendo assim, uma oportunidade de aprendizado.

O Gráfico 2 apresenta a evolução média do ROE e ROA das empresas analisadas do setor varejista entre 2000 e 2006, incluindo os limites inferior e superior.

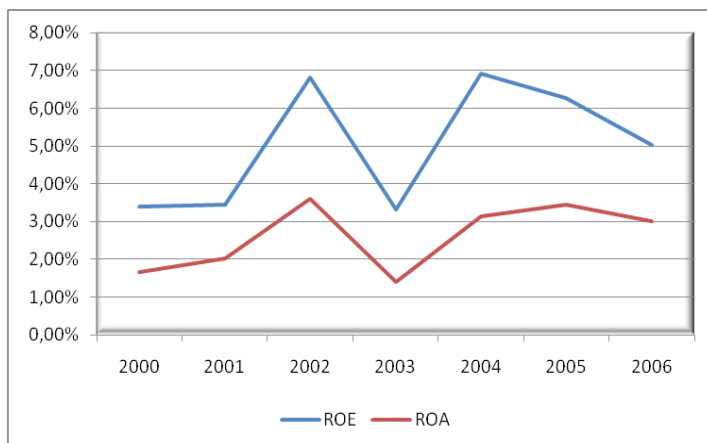


Gráfico 2 – Evolução do ROA e ROE

Fonte: Autor

Observa-se no horizonte de tempo proposto que há um crescimento nos retornos médios, sendo que o ano de 2003 constitui-se um vale dado à variação negativa, alcançando o menor nível de ROE no período analisado (3,32%).

Os dados originais foram analisados com cuidado e não se observou a presença de alguma informação discrepante em relação ao intervalo definido de análise (quatro desvios padrões em relação à média). O que realmente houve foi um número maior de resultados negativos o que direcionou a média para um limite inferior no ano de 2003, ressalta-se que neste ano a taxa de crescimento do PIB nacional foi a mais baixa do período (1,1%).

Interessante que os resultados do ano anterior e posterior a 2003 foram relevantes tanto para o ROA (3,61% e 3,14%) quanto para o ROE (6,81% e 6,94%). Percebe-se na sequência desse vale um declínio gradual das duas taxas. Importa destacar, ainda, que

os percentuais de variações no ROA são menores que no ROE, o que denota a importância do efeito da alavancagem financeira nos resultados deste setor, tendo em vista que o ROE é produto do ROA pelo grau de alavancagem financeira (MOTA, 2005).

A amostra analisada apresentou uma receita média superior a R\$ 425 Milhões (valores atualizados pelo IGP-M para março/2011). Para fins de entendimento e importância deste estudo, o Gráfico 3 traz a tendência da receita média e do ativo médio da amostra.

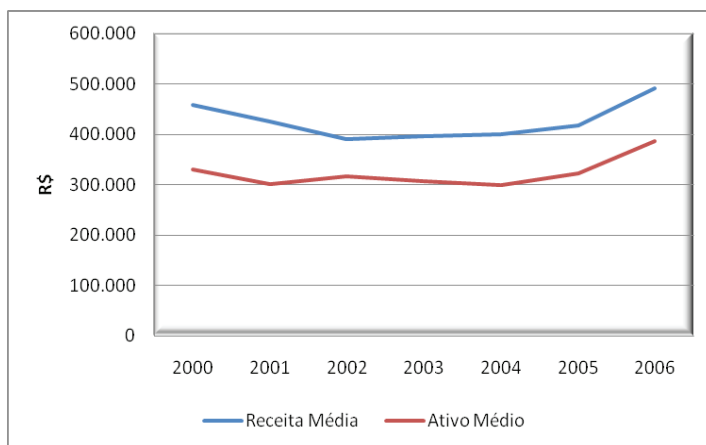


Gráfico 3 – Evolução da Receita e Ativo

Fonte: Autor

Nota-se que, ao contrário, das variações observadas no desempenho das firmas, o comportamento médio da receita e ativo é de um “vale” praticamente entre os dois limites, isto é, em valores atualizados a receita e ativos de 2000 só foram superados em 2006. De forma, que a receita sofre acentuada queda nos anos 2001 e 2002 e apresentam taxas de crescimento crescentes posteriores a 2003.

Em paralelo a receita, os (des)investimentos/manutenção dos ativos apresentam taxas similares ao faturamento do período, porém de forma suavizada, além disso, a evolução no investimento dos ativos passa a ocorrer, apenas, em 2004, denotando um comportamento mais conservador.

Ao se combinar as tendências dos Gráficos 2 e 3, observa-se que na média o desempenho não está correlacionado com o com-

portamento da receita e dos investimentos em ativo, destaca-se que os resultados para 2002, onde a receita atinge um menor nível e o desempenho médio um dos seus melhores patamares. Em adição, o comportamento dessas quatro variáveis não está diretamente associado com o PIB nacional o que reforça os postulados da teoria baseada em recursos.

Não obstante, a evolução dos investimentos e receita em 2004, 2005 e 2006 não foram acompanhadas por melhoras na *performance*. Por isso, a importância em se analisar de forma mais acurada o comportamento do desempenho, a partir, das variâncias entre os regressores sugeridos pela abordagem exploratória deste trabalho.

As funções de regressão propostas seguem nas equações abaixo:

$$(6) ROE_i = \beta_1 + \beta_2 MO_i + \beta_3 EC_i + \beta_4 GA_i + \beta_5 AT_i + \beta_6 RT_i + \beta_7 LO_i + \varepsilon_i$$

$$(7) ROA_i = \beta_1 + \beta_2 MO_i + \beta_3 EC_i + \beta_4 GA_i + \beta_5 AT_i + \beta_6 RT_i + \beta_7 LO_i + \varepsilon_i$$

Onde:

ROE – *Return on Equity*

ROA – *Return on Assets*

MO – Margem Operacional

EC – Estrutura de Capital

GA – Giro do Ativo

AT- Ativo Total

RT – Receita Total

LO – Lucro Operacional

$\varepsilon$  - erro

$\beta_1$  - Constante

Em razão das análises terem ocorridas de forma transversal, os resultados das regressões serão apresentados e discutidos em três blocos (2000 – 2002 / 2003 – 2005 e 2006), a fim, de facilitar a discussão e não tornar o texto extenso e extremamente analítico. Portanto, seguem abaixo os resultados consolidados para o primeiro bloco, a partir do modelo proposto.

As Tabelas 2, 3 e 4 apresentam as correlações entre as variáveis a serem analisadas, destaca-se que não há evidências de colinearidade.



dade entre as explanatórias proposta no modelo, fato importante, para se evitar multicolineariedade na análise de regressão; houve, apenas alta correlação entre as duas variáveis dependentes que serão interpretadas separadamente.

Tabela 2 – Matriz de Correlação (2000 – 2002)

ROE			Margem Operacional			Giro do Ativo			Estrutura de Capital			
2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	
0,0288	0,0194	-0,0334	0,0362	0,0025	-0,0481	-0,0889	-0,099	-0,1212	0,0802	0,0845	0,0547	<b>Ativo</b>
0,0353	0,0297	-0,0207	0,0222	-0,0095	-0,0586	-0,0233	-0,0432	-0,084	0,1208	0,1372	0,106	<b>Receita</b>
0,1271	0,1489	0,2128	0,1095	0,0947	0,1362	-0,0635	-0,0499	0,0135	-0,009	-0,0184	0,0354	<b>Lucro Operacional</b>
0,8727	0,8766	0,846	0,532	0,5906	0,598	0,1764	0,1667	0,1595	-0,1079	-0,1139	-0,1773	<b>ROA</b>
1	1	1	0,4269	0,477	0,4496	0,2559	0,1889	0,2395	0,0177	-0,0419	-0,0183	<b>ROE</b>
			1	1	1	-0,051	-0,0669	-0,146	-0,0913	-0,2387	-0,2889	<b>Margem Operacional</b>
						1	1	1	0,3359	0,434	0,3246	<b>Giro do Ativo</b>
									1	1	1	<b>Estrutura de Capital</b>

Fonte: Autor

Tabela 3 – Matriz de Correlação (2003 – 2005)

ROE			Margem Operacional			Giro do Ativo			Estrutura de Capital			
2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	
0,058	0,0253	-0,003	0,0076	0,0005	-0,0296	-0,0987	-0,1135	-0,066	0,0689	0,0576	0,0701	<b>Ativo</b>
0,0747	0,036	0,0116	0,0055	-0,009	-0,044	-0,0471	-0,0514	0,0093	0,1034	0,1087	0,1076	<b>Receita</b>
0,2812	0,1968	0,2324	0,1106	0,0948	0,0468	-0,0525	-0,0783	-0,0168	0,0488	0,0147	-0,0169	<b>Lucro Operacional</b>
0,8135	0,8277	0,8884	0,6098	0,5966	0,5512	0,1462	0,0843	-0,044	-0,1058	-0,1579	-0,2338	<b>ROA</b>
1	1	1	0,401	0,3517	0,4177	0,0901	0,1216	0,0269	0,0425	0,0224	-0,0697	<b>ROE</b>
			1	1	1	-0,0597	-0,0829	-0,2088	-0,1692	-0,2665	-0,2215	<b>Margem Operacional</b>
						1	1	1	0,3519	0,0316	0,3841	<b>Giro do Ativo</b>
									1	1	1	<b>Estrutura de Capital</b>

Fonte: Autor

Tabela 4 – Matriz de Correlação 2006

ROE	MO	GA	EC	
2006	2006	2006	2006	
0,0577	-0,0206	-0,1098	0,0957	<b>Ativo</b>
0,0615	-0,0482	-0,0463	0,1246	<b>Receita</b>
0,3082	0,0679	-0,1059	0,0481	<b>Lucro Operacional</b>
0,8393	0,4899	0,0317	-0,3298	<b>ROA</b>
1	0,3977	0,0607	-0,1651	<b>ROE</b>
	1	-0,2501	-0,1846	<b>Margem Operacional</b>
		1	0,3118	<b>Giro do Ativo</b>
			1	<b>Estrutura de Capital</b>

Fonte: Autor

Dentre as três principais variáveis explanatórias do modelo, identifica-se que a margem operacional e o giro do ativo apresentam correlação positiva entre as variáveis de desempenho em todos os períodos, sendo a margem operacional a mais representativa. Por outro lado, a estrutura de capital apresentou correlação negativa com o ROA em todos os anos e com o ROE em quatro oportunidades.

As variáveis de tamanho (Ativo, Receita e Lucro Operacional) apresentaram correlações positivas com o ROE em todos os períodos, exceção ao ativo que em três oportunidades o sinal foi negativo. Contudo, observa-se que dentre as variáveis o grau de correlação mais significativo está no lucro operacional.

Desta forma, ao analisar os graus de correlação, verifica-se coerência dos resultados obtidos com as hipóteses 1 e 2. No que tange as demais hipóteses não se pode confirmar, pois o nível de endividamento não mostrou correlação positiva com as variáveis de desempenho, ao contrário no caso do ROA e as três variáveis de tamanho, apenas o lucro operacional demonstrou estar correlacionado com as variáveis de desempenho.

Assim, proceder-se-á com as análises das regressões para os três estágios de período propostos, a fim, de se verificar as hipóteses apresentadas. As Tabelas 5 e 6 sumarizam os resultados das regressões para o período de três anos 2000 a 2002.

Tabela 5 – Resultados Consolidados da Regressão (2000 a 2002)

Variável Dependente: ROE												
	Coeficiente			Erro Padrão			razão - t			p - valor		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Constante	-0,043768	-0,042923	-0,0578	0,029458	0,036413	0,0366585	-1,486	-1,179	-1,577	0,1396	0,2404	0,117
Margem Operacional	0,656563	0,699251	0,587411	0,117525	0,109306	0,0882455	5,587	6,397	6,657	1,19E-07	2,08E-09	4,87E-10
Estrutura de Capital	-0,008723	-0,178394	0,010365	0,055237	0,07223	0,0643663	-0,1579	-0,247	0,161	0,8747	0,8053	0,8723
Giro do Ativo	0,0417739	0,034444	0,047244	0,010897	0,014048	0,011599	3,834	2,452	4,073	0,0002	0,0154	7,46E-05
Ativo	-1,29E-07	-2,38E-07	-4,32E-08	1,24E-07	1,42E-07	9,10E-08	-1,039	-1,672	-0,4748	0,3005	0,0967	0,6356
Receita	3,08E-08	1,55E-07	4,03E-08	8,74E-08	1,13E-07	9,89E-08	0,353	1,378	0,4075	0,7246	0,1704	0,6842
Lucro Operacional	2,37E-06	2,37E-06	6,90E-07	1,09E-06	1,01E-06	3,30E-07	2,166	2,351	2,09	0,0321	0,0201	0,0383
Média Var. Dependente	0,037097	0,034539	0,068064	Desvio Padrão Var. Dependente			0,163514	0,215752	0,214728			
Soma Resíduos Quadrados	2,669566	4,843926	4,928584	Erro Padrão da Regressão			0,139085	0,183408	0,180664			
R-quadrado	0,306624	0,306262	0,319158	R-quadrado ajustado			0,276477	0,277356	0,292104			
F(6,138 / 144 / 151)	10,17104	10,59517	11,79735	P-valor (F)			2,65E-09	9,92E-10	7,93E-11			
Log da Verossimilhança	83,87821	45,42683	49,74364									

Fonte: Autor

Tabela 6 – Resultados Consolidados da Regressão (2000 a 2002)

	Variável Dependente: ROA											
	Coeficiente			Erro Padrão			razão - t			p - valor		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Constante	0,0028693	-0,011386	-0,004407	0,012654	0,016532	0,0175863	0,1793	-0,6887	-0,2506	0,8579	0,4921	0,8025
Margem Operacional	0,3708	0,426436	0,386221	0,050484	0,049626	0,0423343	7,345	8,593	9,123	1,63E-11	1,28E-14	4,32E-16
Estrutura de Capital	-0,400455	-0,032256	-0,044512	0,023728	0,032793	0,0308786	-1,688	-0,9836	-1,442	0,0937	0,3269	0,1515
Giro do Ativo	0,0162772	0,019088	0,022975	0,004681	0,006378	0,0055644	3,477	2,993	4,129	0,0007	0,0033	6,01E-05
Ativo	-4,58E-03	-5,65E-08	-9,70E-09	5,32E-08	6,46E-08	4,36E-08	-0,8622	-0,875	-0,2223	0,3901	0,383	0,8244
Receita	1,17E-08	3,63E-08	6,03E-09	3,75E-08	5,11E-08	4,74E-08	0,3115	0,7113	0,1272	0,7559	0,4781	0,899
Lucro Operacional	8,48E+07	6,35E-07	2,81E-07	4,69E-07	4,57E-07	1,58E-07	1,806	1,39	1,775	0,0731	0,1668	0,0778
	2000	2001	2002				2000	2001	2002			
Média Var. Dependente	0,01789	0,020334	0,036134	Desvio Padrão Var. Dependente			0,07383	0,105798	0,113454			
Soma Resíduos Quadrados	0,492596	0,998448	1,134283	Erro Padrão da Regressão			0,059746	0,083269	0,086671			
R-quadrado	0,37243	0,405331	0,438717	R-quadrado ajustado			0,345145	0,380553	0,416414			
F(6,138 / 144 / 151)	13,64931	16,35859	19,67109	P-valor (F)			3,95E-12	2,58E-14	6,82E-17			
Log da Verossimilhança	206,4018	164,6622	165,7987									

Fonte: Autor

O modelo exploratório proposto foi validado com um  $R^2$  superior a 30% (ROE) e 40% (ROA) e um ajustado médio superior a 28% (ROE) e 38% (ROA). Observa-se que o modelo foi mais bem ajustado para explicar o ROA ao ROE, todavia, ambos percentuais podem ser considerados relevantes para este trabalho em razão de se tratar de uma proposta exploratória e com dados transversais.

Foram utilizados dois testes para identificar os efeitos de multicolinearidade e heterocedasticidade, os valores são apresentados na Tabela 5.

Tabela 7 – Resultados dos Testes de Confiabilidade do Modelo

Testes	VIF			White (p - valor) ROE			White (p - valor) ROA			
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	
Margem Operacional	1,043	1,083	1,133	0,196738	0,000001	0,022868	0,742575	0	0,00449	
Estrutura de Capital	1,206	1,376	1,267							
Giro do Ativo	1,266	1,347	1,163							
Ativo	38,842	34,331	26,333							
Receita	24,126	25,301	26,287							
Lucro Operacional	7,317	3,69	1,168							

Fonte: Autor

O Fator de Inflação da Variância (VIF) foi aceitável para todas as variáveis, exceção ao Ativo e Receita, tendo em vista, que foram superiores a 10. Essa situação reduz o poder de explicação dos estimadores, porém não inviabiliza o modelo, principalmente, por se tratar de duas variáveis relacionadas ao tamanho da empresa e pelo  $R^2$  não ter sido extremamente alto, além disso, as correlações parciais dessas variáveis com as variáveis de desempenho foram abaixo de 0,8. Portanto o VIF dessas variáveis não compromete o modelo.

No tocante a heterocedasticidade, utilizou-se o teste de White e o resultado foi a homocedasticidade no termo erro nos anos de 2001 e 2002 tanto para o ROE quanto para o ROA. No ano 2000 não foi possível rejeitar a hipótese nula de ausência de heterocedasticidade, porém, em razão do valor do  $R^2$  e a característica da amostra, entende-se que o modelo não pode ser rejeitado, com efeito, tomaram-se os resultados dos estimadores para análise.

Identifica-se que a variável margem operacional foi representativa a um nível de confiabilidade de 99% nos três anos e para as duas variáveis dependentes; e esta explicativa respondeu em média por mais de 60% da variância do ROE e 39% do ROA. Em seguida, aparece o giro do ativo com poder de explicação significativo tanto para o ROE quanto para o ROA, porém sem a mesma relevância que a margem operacional.

O lucro operacional foi significativo ao nível de 95% na explicação do ROE e em 90% nos anos 2000 e 2002 para o ROA. Esses resultados consolidam a importância da margem operacional para o desempenho das empresas, enquanto, variável de eficiência, em face da significância e relevância desta última em relação ao valor absoluto do lucro.

Adiciona-se, que as variáveis de tamanho (Receita e Ativo) e a estrutura de capital não foram significativas quando considerado os três anos, o que invalida inicialmente as hipóteses apresentadas para as mesmas, observa-se, contudo, que a variável estrutura de capital foi negativa em todos os anos para o ROA e em dois anos para o ROE. Essa evidência confirma os resultados das correlações e contraria os postulados tradicionais de estrutura de capital onde um maior endividamento levaria a uma maior exigência de retorno aos acionistas.

As Tabelas 8, 9 e 10 apresentam os resultados para o segundo estágio de análise referentes aos anos de 2003 a 2005. Lembra-se que este período é marcado pela retomada nas vendas do setor durante o período analisado nesta pesquisa.

Tabela 8 – Resultados Consolidados da Regressão (2003 a 2005)

	Variável Dependente: ROE											
	Coeficiente			Erro Padrão			razão - t			p - valor		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Constante	-0,03455	-0,02744	0,031556	0,041198	0,04515	0,026887	-0,8386	-0,6077	1,174	0,4033	0,5444	0,2431
Margem Operacional	0,50092	0,524981	0,25571	0,10449	0,120578	0,052758	4,794	4,354	4,847	4,59E-06	2,62E-05	4,18E-06
Estrutura de Capital	0,049947	0,06501	0,005176	0,071175	0,075145	0,048136	0,7018	0,8651	0,1075	0,4841	0,3885	0,9146
Giro do Ativo	0,013885	0,0214	0,006092	0,01714	0,161078	0,01146	0,8101	1,329	0,5316	0,4194	0,1862	0,5961
Ativo	-1,48E-07	-1,26E-07	-1,38E-07	1,46E-07	1,16E-07	6,80E-08	-1,012	-1,09	-2,026	0,3134	0,2775	0,0452
Receita	1,08E-07	6,65E-08	7,97E-08	1,39E-07	1,05E-07	5,77E-08	0,7737	0,6305	1,381	0,4406	0,5294	0,1702
Lucro Operacional	2,14E-06	2,52E-06	1,61E-06	6,61E-07	8,64E-07	4,17E-07	3,242	2,918	3,858	0,0015	0,0041	0,0002
	2003	2004	2005	Desvio Padrão Var. Dependente			2003	2004	2005			
Média Var. Dependente	0,033151	0,069273	0,063133	Desvio Padrão da Regressão			0,200314	0,208062	0,130817			
Soma Resíduos Quadrados	3,895416	4,856973	1,397159	R-quadrado ajustado			0,177242	0,189678	0,113216			
R-quadrado	0,253231	0,204279	0,290059	P-valor (F)			0,217097	0,168913	0,25098			
F(6,124 / 142 / 116)	7,008108	5,776228	7,422332				1,95E-06	0,000022	1,12E-06			
Log da Verossimilhança	44,37754	38,16495	9171380									

Fonte: Autor

Tabela 9 – Resultados Consolidados da Regressão (2003 a 2005)

	Variável Dependente: ROA											
	Coeficiente			Erro Padrão			razão - t			p - valor		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Constante	-0,00492	0,008085	0,034907	0,013486	0,016838	0,012909	-0,3647	0,4802	2,704	0,716	0,6319	0,008
Margem Operacional	0,291046	0,369038	0,167692	0,034203	0,044967	0,025331	8,509	8,207	6,62	4,8E-14	1,6E-13	1,4E-09
Estrutura de Capital	-0,02794	-0,01808	-0,04012	0,023298	0,028024	0,023112	-1,199	-0,6453	-1,736	0,2327	0,5199	0,0854
Giro do Ativo	0,015697	0,011726	0,00497	0,00561	0,006007	0,005502	2,798	1,952	0,9032	0,006	0,053	0,3684
Ativo	-1,65E-08	-2,30E-08	-4,90E-08	4,79E-08	4,31E-08	3,27E-08	-0,3445	-0,5329	-1,499	0,7311	0,596	0,1368
Receita	4,99E-09	6,87E-09	2,98E-08	4,55E-08	3,93E-08	2,77E-08	0,1097	0,1746	1,075	0,9128	0,8616	0,2847
Lucro Operacional	6,39E-07	6,74E-07	5,36E-07	2,16E-07	3,22E-07	2,00E-07	2,954	2,093	2,681	0,0038	0,0382	0,0085
	2003	2004	2005	Desvio Padrão Var. Dependente			2003	2004	2005			
Média Var. Dependente	0,014086	0,03139	0,034445	Desvio Padrão da Regressão			0,078473	0,089039	0,066985			
Soma Resíduos Quadrados	0,41738	0,675487	0,322078	R-quadrado ajustado			0,058017	0,070736	0,054359			
R-quadrado	0,450998	0,395715	0,375818	P-valor (F)			0,424433	0,368858	0,34146			
F(6,124 / 142 / 116)	16,97738	14,73409	10,93811				3,04E+14	6,68E-13	1,64E-09			
Log da Verossimilhança	190,6756	178,2293	176,8231									

Fonte: Autor

Tabela 10 – Resultados dos Testes de Confiabilidade do Modelo

Testes	VIF			White (p - valor) ROE			White (p - valor) ROA		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Margem Operacional	1,05	1,1	1,083	0,000245	0,00002	0,707701	0,135855	0,000055	0,055929
Estrutura de Capital	1,21	1,244	1,233						
Giro do Ativo	1,276	1,211	1,374						
Ativo	59,2	34,948	31,347						
Receita	59,438	31,568	28,229						
Lucro Operacional	1,685	2,409	2,3						

Fonte: Autor

O ajuste do modelo aplicado para os anos 2003 a 2005 foi semelhante aos resultados encontrados para o primeiro espaço temporal, incluindo os testes de multicolinearidade e heterocedasticidade o que confirma a viabilidade do modelo bem como sua consistência e coerência.

Neste segundo momento, verifica-se a permanência da importância e representatividade da margem operacional para o desempenho das empresas do setor de varejo. Em contrapartida, o giro do ativo perde significância para explicar o desempenho das empresas, em especial, o ROE, pois em nenhum momento o seu p-valor foi maior que 90%. Essa variável apresenta significância, apenas, para o ROA nos anos 2003 e 2004, sendo que neste último para um nível de confiabilidade em 95%.

Ao contrário do primeiro período o valor do lucro operacional apresenta maior consistência na explicação do desempenho, tanto para o ROE quanto para o ROA.

Os outros resultados que apresentaram níveis de significância maiores que 90% são esparsos e julga-se que não podem ser considerados como relevantes numa abordagem longitudinal dos cortes transversais.

Todavia, dentre as variáveis de tamanho, a receita não foi significativa em momento algum e o sinal da contribuição da estrutura de capital permaneceu negativo para o ROA, tendo apresentado inclusive significância de 90% em 2005; contudo, este regressor se apresentou positivo para o ROE, o que inverte a sinalização em relação ao primeiro estágio e converge para a literatura.

Apresenta-se por último o resultado do ano de 2006 que encerra a presente pesquisa; os resultados podem ser visualizados nas Tabelas 11 e 12.

Tabela 11 – Resultados Consolidados das Regressões em 2006

2006								
	Coeficiente		Erro Padrão		razão - t		p - valor	
	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA
Constante	0,024076	0,039135	0,038221	0,0142041	0,6299	2,755	0,5304	0,0071
Margem Operacional	0,385793	0,184575	0,08841	0,032856	4,364	5,618	3,44E-05	2,18E-07
Estrutura de Capital	-0,11712	-0,08766	0,062092	0,0230755	-1,886	-3,799	0,0625	0,0003
Giro do Ativo	0,031881	0,014121	0,013724	0,0051005	2,323	2,769	0,0225	0,0069
Ativo	-6,02E-08	-2,58E-08	6,58E-08	2,45E-08	-0,9144	-1,055	0,363	0,2941
Receita	3,74E-08	1,77E-08	5,90E-08	2,19E-08	0,6334	0,8053	0,5281	0,4228
Lucro Operacional	1,94E-06	5,30E-07	5,41E-07	2,01E-07	3,582	2,637	0,0006	0,0099
	ROE	ROA			ROE	ROA		
Média Var. Dependente	0,050143	0,030175	Desvpad Dependente		0,161147	0,064242		
Soma Resíduos Quadrados	1,68287	0,232425	Erro Pad. Regressão		0,137509	0,051103		
R-quadrado	0,317842	0,407186	R-quadrado ajustado		0,271854	0,367221		
F(6, 89)	6,911379	10,18858	P-valor (F)		4,76E-06	1,47E-08		
Log da Verossimilhança	57,88657	152,9116						

Fonte: Autor

Tabela 12 – Resultados dos Testes de Confiabilidade do Modelo

Testes	VIF	White	
		ROE	ROA
Margem Operacional	1,095	0,13193	0,042403
Estrutura de Capital	1,45		
Giro do Ativo	1,251		
Ativo	23,321		
Receita	22,241		
Lucro Operacional	1,597		

Fonte: Autor

O modelo exploratório proposto é confirmado, mais uma vez, para o último ano da pesquisa. Os resultados quanto ao ajuste e os testes de multicolinearidade e heterocedasticidade no erro foram semelhantes aos anteriores, com o destaque para o melhor ajuste quando a variável explicada foi o ROA.

A última regressão evidencia, novamente, a importância da margem operacional para as métricas de desempenho utilizadas e o valor do lucro operacional, enquanto número absoluto. Esse indicativo reforça a importância da eficiência interna da empresa em conseguir se apropriar do maior valor possível gerado pelas suas vendas.

Ao contrário do segundo estágio, a variável giro do ativo assume novamente significância (> 97%) para o desempenho da empresa. O ano de 2006 marca um dos melhores períodos em venda do setor.

Observa-se que a estrutura de capital foi significativa para as duas variáveis de desempenho com mais representatividade para o ROA. Ao contrário do que se esperava a contribuição dos dois regressores foi negativa ao nível de -11% para o ROE e -8% para o ROA. Esse fato sinaliza para as constatações anteriores do efeito negativo do nível de endividamento no desempenho das empresas, em especial, no primeiro estágio.

No ano de 2006 as variáveis de tamanho não foram significativas para o desempenho das empresas consolidando os resultados anteriores para as variáveis Receita e Ativo. Contudo, a dimensão do lucro operacional foi extremamente significativa para o último ano, o que confirma os resultados anteriores. Assim, a hipótese 4 é confirmada parcialmente, pois dentre as variáveis que dimensionam

o tamanho, apenas, o lucro operacional foi significativo durante o período analisado.

Destarte, as quatorze regressões realizadas durante o período entre (2000 a 2006) incluindo os anos limites apresentaram uma coerência de resultados, tanto no ajuste do modelo quanto nos resultados das explanatórias.

Observa-se que o  $R^2$  foi satisfatório em função da característica adotada para análise (*cross section*) e da própria natureza dos dados, sendo que o modelo se mostrou mais adequado para explicar o ROA ao ROE. As duas variáveis de tamanho (Receita e Ativo) apresentaram um VIF elevado, porém não foram representativas para o modelo e a sua permanência deve-se a perspectiva teórica inicial onde o tamanho da firma é importante. Essa dimensão não se confirmou nessa pesquisa, o que possibilitará novos estudos sobre a questão, pois os dados sugerem uma concentração no setor.

Por outro lado, a variável lucro operacional foi significativa em todos os períodos. A dimensão que mensura a capacidade de geração de receita (eficácia mercadológica) foi a segunda mais representativa, de forma, que apresentou alternâncias dentro do período analisado, em especial entre os anos de 2003 a 2005. Torna-se pacífico a importância do giro do ativo para o desempenho das empresas, porém em menor relevância que a eficiência interna na apropriação do valor gerado.

A estrutura de capital não apresentou significância preponderante ao longo do período, todavia, destaca-se a sua contribuição nos dois últimos anos analisados e o sinal negativo dos estimadores, com efeito, a hipótese 3 não foi confirmada; ao contrário, os resultados alcançados nas regressões e nos coeficientes de correlação sugerem uma contribuição negativa da estrutura de capital no desempenho das empresas.

## 5. CONCLUSÃO

Este artigo teve como proposta apresentar um modelo exploratório para análise do desempenho financeiro da empresa, a partir de quatro dimensões tradicionais nos estudos organizacionais: eficiência operacional, eficácia mercadológica, tamanho da empresa e estrutura de capital. Além da abordagem exploratória, tomou-se como objeto



de estudo uma amostra representativa do setor varejista brasileiro o que entregou um pioneirismo ao trabalho.

O método quantitativo que suportou o modelo exploratório se mostrou ajustado e com resultados coerentes dentro dos anos, o que possibilitou explicar o desempenho das firmas em todos os períodos.

Os resultados da pesquisa empírica permitiram confirmar as duas primeiras hipóteses, quais sejam: Giro do Ativo e a Margem operacional. Estas dimensões exercem influência positiva no desempenho das empresas, assim sendo, a eficácia mercadológica e a eficiência operacional são relevantes para a *performance*. Os resultados demonstraram que a eficiência operacional é extremamente significativa ao nível estatístico para explicar o desempenho e o seu estimador foi o mais representativo.

Essa condição confirma a premissa que o desempenho é determinado pela gestão dos recursos intra-firma. A eficácia mercadológica foi estatisticamente significativa em dez das quatorze regressões, porém com estimador inferior a margem operacional. O giro do ativo se constituiu como a segunda fonte na geração de valor das empresas.

Esses dois resultados iniciais confirmam o conhecimento empírico, que não basta gerar receita ou crescer, torna-se fundamental uma estrutura interna eficiente, capaz de manter a renda gerada no interior da firma.

A terceira hipótese não pode ser confirmada por duas razões, a saber: i) a variável explanatória estrutura de capital foi estatisticamente significativa em apenas quatro oportunidades, sendo três destas nos dois últimos anos; e ii) o sinal dos estimadores e dos coeficientes de correlação foram negativos para o ROA e em quatro oportunidades para o ROE. Desta forma, além de não confirmar a hipótese proposta, o resultados apontam para um efeito inverso entre endividamento e desempenho, fato que contraria a teoria convencional e de Modigliani e Miller.

A quarta e última hipótese foi confirmada parcialmente em razão da representatividade do lucro operacional para o desempenho das empresas, tendo em vista, que o Ativo e Receita não se mostraram estatisticamente significativos ao longo dos anos, com

exceção ao ativo que apresentou três resultados com significância entre (90% e 95%) durante o período analisado.

Não obstante, como já destacado na discussão dos resultados, julga-se que o lucro operacional esteja mais associado ao conceito de eficiência a tamanho da empresa, interessante, pois os resultados desta variável foram coerentes com a margem operacional. Assim sendo, dentre as dimensões propostas o tamanho foi a menos representativa.

Os resultados apresentados apresentam limitações de várias naturezas, destacam-se as seguintes: i) as discussões apresentadas não podem ser generalizadas para empresas fora da amostra com precisão, pois a seleção das empresas foi feita pela conveniência junto a base da Gazeta Mercantil, de forma que não foi possível conhecer a população; ii) a técnica de regressão utilizada apresentou ajuste razoável através do  $R^2$  para amostras transversais, todavia, há a possibilidade da criação ou transformação de variáveis que permitam melhorar o poder de explicação da variância do desempenho; iii) a presença de colinearidade nas variáveis ativo e receita e heterocedasticidade no erro em algumas regressões não foram suficientes para inviabilizar o modelo, porém reduzem o poder de explicação dos estimadores. Contudo, como o objetivo no uso da regressão não era a previsão, entende-se que o modelo obteve o ajuste adequado.

Como proposta para novas pesquisas sugere-se a continuidade do estudo para anos seguintes a 2006, a utilização da técnica dados em painel para tratar as empresas que apresentaram informações em todos os anos e uma análise mais específica sobre a influência da estrutura de capital e do tamanho no desempenho das empresas deste setor.

Destarte, a pesquisa apresentada foi capaz de encerrar a motivação inicial ao determinar os fatores que influenciam o desempenho das empresas, assim, foi possível verificar que para o setor varejista, a eficiência operacional é a maior fonte de valor.

---

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BASSO, L. F. C.; KRAUTER, E. Participação nos lucros / resultados e criação de valor: um estudo exploratório. **Revista Organizações e Sociedade**, Salvador, v. 10, n. 26, jan/abr, 2003, p. 157-178.
- BERK, J.; DEMARZO, P.; HARFORD, J. **Fundamentos de finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- BESANKO, D., et al. **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- BRITO, L. A. L.; FERREIRA, F. C. M. Os Efeitos da Produtividade e Escala no Desempenho Financeiro das Empresas de Tecnologia da Informação. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 9, n. 3, 2008, p. 38-57.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.
- FREZZATI, F. **Orçamento empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. São Paulo: Addison Wesley, 2003.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIR, J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 5a ed. Bookman : Porto Alegre, 2005.
- IBGE. Sistema de Contas Nacionais. **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Disponível em: <http://www.ibge.com.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>. Acesso: 16 de maio de 2011.
- MACIEL, C. O.; CAMARGO, C. Competência e desempenho de empresas varejistas: um estudo na visão baseada em recursos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. São Paulo, v. 11, n. 32, Jul/Set, 2009, p. 308-321.
- MANKIW, N.G. **Introdução à economia. Princípios de Micro e Macroeconomia**. São Paulo: Campus, 2001.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**. v. 48. n. 3, Jun/1958, p. 261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**. v. 53, n. 3, jun/1963, p. 433-443.
- MOTTA, D. A. **Ensaio sobre o mercado bancário brasileiro e internacional**. 126f. 2005. Doutorado em Teoria Econômica (Departamento de Economia) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- NAKAMURA, Wilson Toshiro; et al. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 44, mai-ago/2007, p. 72 – 85.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos; SAVOIA, José Roberto Ferreira; SOUSA, Almir Ferreira. Impacto de Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro no Valor das Ações. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA-USP, 2008, São Paulo, **Empreendedorismo em Organizações**. Anais... CD-ROOM. São Paulo, 2008.

PENROSE, E. **The theory of growth of the firm**. London: Blackwell, 1959.

RICHIERI, Flavio; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva. Intellectual Capital and the creation of value in Brazilian Companies. In: **International Conference on Strategic Management in Latin America**, 2009, São Paulo. International Conference on Strategic Management in Latin America.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira – Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, D. F. L.; RODRIGUES, S. V. The Relationship Between Financing Policy and Financial Performance in The Brazilian Textile Industry. **International Journal of Social Sciences and Humanity Studies**. v. 3, n. 2, 2011, p. 149-157.

SANTOS, D. F. L.; KURODA, W. R. Fatores que Influenciam o Desempenho dos Bancos Comerciais no Brasil. **Revista Ciências Administrativas**, Fortaleza, v. 17, n. 2, mai-ago/2011, p. 402-426.

SANVICENTE, A. Z.; SANTOS, C. C. **Orçamento na administração de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

STEFANELLO, E.; FREITAS, C. A.; STADUTO, J. A. R. Avaliação do desempenho financeiro dos bancos cooperativos no Brasil. In: CONGRESSO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 42, 2004, Cuiabá - MT. Anais... CD-ROOM. **Agricultura e Desenvolvimento Rural com Sustentabilidade**. Cuiabá - MT: SOBER, 2004.

WELSH, G. A. **Orçamento empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1983.

Recebido em: 13.3.2012

Aprovado em: 10.9.2012

Avaliado pelo sistema double blind review.

Editor: José Alberto Carvalho dos Santos Claro.

Disponível em <http://mjs.metodista.br/index.php/roc>