



São Paulo, 29 a 31 de Julho de 2020

## XX USP International Conference in Accounting

"Accounting as a Governance mechanism"

### Financeirização do Varejo: Um Bom ou Mau Negócio?

**LILIAN TADIM MARQUES**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**CESAR AUGUSTO CAMARGOS ROCHA**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**LUCIANA MARTINS DA SILVA**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

#### Resumo

A concessão de crédito tem se configurado como importante instrumento de viabilização do patamar de consumo das famílias, sendo bastante explorada por grupos empresariais do varejo brasileiro. Parte desses grupos empresariais inclui, em sua estrutura societária, instituições financeiras controladas, internalizando os benefícios e ônus dessas operações. Este artigo analisa se essa estratégia de internalização de operações financeiras tem permitido aos grupos empresariais do varejo de tecido, vestuário e calçados que a adotam se diferenciar dos demais grupos do segmento. Foram comparados indicadores de porte, liquidez, estrutura patrimonial, endividamento, atividade e múltiplos de mercado e realizados regressões múltiplas e diferentes testes para o modelo proposto, a partir de dados referentes ao período de 2010 a 2018. Em linha com o esperado, os grupos empresariais que adotam a estratégia aqui mencionada apresentam maiores porte, ciclos operacional e financeiro, margem bruta e giro do patrimônio líquido, quando comparados aos demais grupos empresariais. No entanto, diferentemente do esperado, não se pôde observar vantagem dos grupos com instituição financeira sobre os demais em termos de maior rentabilidade ou múltiplos de mercado mais favoráveis. Por fim, a participação de capital de terceiros (oneroso e total) e a imobilização do patrimônio líquido foram maiores nos grupos empresariais com instituição financeira.

**Palavras-chave:** Varejo; instituições financeiras; crédito; desempenho.

## 1. INTRODUÇÃO

A busca por novas estratégias de negócios como fonte de recursos tem levado parte dos grandes grupos varejistas nacionais à incorporação de instituições financeiras às suas operações tradicionais de comercialização de vestuário, calçados e acessórios. As empresas varejistas passam a diversificar suas atividades, disponibilizando ao consumidor a oferta de crédito para o consumo, através da administração de cartões de crédito ou até mesmo concessão de crédito e a venda de outros produtos financeiros. Estudos apontam que esta dinâmica do varejo no sentido de administrar novas fontes de capital, que atualmente é reconhecida como “financeirização do varejo”, tem contribuído para o aumento da receita dessas empresas e como forma de alavancagem.

Alves & Menezes (2007) investigaram as parcerias entre varejistas e instituições financeiras a partir de 2000, com foco na venda de produtos financeiros, principalmente cartões de crédito. Mostraram a aproximação entre atores da esfera financeira e comercial, marcando o início da forte atuação das empresas varejistas no setor financeiro da economia brasileira na última década. Saltorato et al. (2016) apontaram as fusões, aquisições e difusão da lógica financeira sobre as operações de varejo brasileiro. Identificaram uma maior flexibilização nas resoluções do Conselho Monetário Nacional, em relação às regras sobre a atuação dos correspondentes bancários, favorecendo a intensificação das parcerias entre empresas de varejo e instituições financeiras. Esse novo formato de organização tem resultado também na abertura de capital, maior participação dos resultados das atividades financeiras em detrimento das atividades varejistas tradicionais, aumento da participação estrangeira nas empresas e na participação acionária, segundo Saltorato et al. (2016).

Na forma de estratégias das organizações para melhor atuação no mercado, a difusão da lógica financeira sobre o varejo nacional tem como propósito a maximização dos resultados. Assim, a financeirização é entendida como uma mudança na dinâmica da acumulação de capital, passando da esfera produtiva para a esfera financeira. A financeirização é uma tendência histórica onde as questões financeiras passam a ser foco do funcionamento da economia, com maior atenção para os números gerados pelos indicadores financeiros. Desta forma, estratégias que asseguram o valor ao acionista e os efeitos no desempenho são observados pelos executivos das empresas, com alterações dos portfólios de produtos financeiros que passam a circular no mercado (Costa, 2017).

Este artigo analisa as contribuições das instituições financeiras internalizadas para com o desempenho dos grupos empresariais de varejo dos quais fazem parte, comparando os desempenhos relativos dos grupos que possuem essas operações internalizadas com aqueles que não as possuem, a partir de dados correspondentes ao período de 2010 a 2018. O problema desta pesquisa está relacionado à resposta ao seguinte questionamento: existem diferenças de desempenho entre as empresas varejistas que adotam a estratégia de estruturação de controlada financeira com relação às empresas com abordagens mais tradicionais?

Em um ambiente macroeconômico de grandes incertezas como o brasileiro e, ao mesmo tempo, com grande potencial de retorno no mercado financeiro, em função dos *spreads* de captação e crédito, é importante compreender as estratégias de integração de instituições financeiras por grandes grupos empresariais que aqui atuam, em linha com a tendência internacional, e o quanto essas estratégias têm contribuído para com o desempenho dos grupos empresariais envolvidos. Igualmente importante parece ser apontar os reflexos que essa nova lógica financeira tem sobre o mercado varejista, incluindo eventuais impactos na remuneração dos acionistas.

Estrutura-se o artigo da seguinte maneira: a seção 2 revisa a literatura sobre o tema e indica as expectativas que se colocam sobre os resultados do estudo, a partir do que diz a teoria; a seção 3 detalha os métodos utilizados no estudo; a seção 4 apresenta e analisa os resultados obtidos; e a seção 5 traz as considerações finais, limitações da pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1. Diversificação de atividades: estratégia para obtenção de recursos**

Entendida como estratégia de desenvolvimento empresarial, a diversificação decorre de opções identificadas em determinadas conjunturas para adesão de outras atividades no negócio. Para Ansoff (1958), a diversificação é a alteração do produto disponibilizado no mercado pela companhia. Constitui uma oportunidade de penetração em novos mercados e um esforço para aumentar as vendas da empresa. Em outro ponto de vista, a diversificação é apontada como a extensão pela qual as empresas atuam em uma ou mais áreas de negócios simultaneamente (Pitts e Hopkins, 1982).

O estudo de Grzebieluckas et al. (2007) aponta que, na literatura, o fenômeno da diversificação tem sido apresentado sob diferentes pontos de vista, podendo ser observados enfoques diversos em Booz, Allen y Hamilton (1985 apud Tan, Chang & Lee, 2007), no entendimento da extensão da base de negócios a fim de melhorar o crescimento e reduzir o risco global do negócio; Rumelt (1986), que ressalta a entrada em uma nova atividade que requer ou implica em um aumento da competência administrativa valiosa dentro da firma; Grant e Jammine (1988), que corroboram com a questão da extensão das habilidades da empresa; Ramanujam e Varadarajan (1989), que apontam as opções de entrada de uma empresa em novas linhas de atividades via desenvolvimento interno ou por aquisição; e Zhao e Luo (2002), que ressaltam o padrão e o grau pelos quais as diferentes linhas de atividades que dentro de uma firma estão ligadas.

O cenário econômico e as mudanças que ocorrem no mercado levam as empresas a optar por novas estratégias de obtenção de recursos, para melhorar o fluxo de caixa a um custo menos oneroso do que as opções tradicionais de financiamento. Outros motivos gerenciais são apontados por Hoskisson e Hitt (1990): de acordo com a teoria da agência, podem existir esforços impulsionados segundo os próprios interesses corporativos, ou mesmo os desejos e necessidades pessoais dos administradores encarregados da tomada de decisão. De acordo com Grant e Jammine (1988), citados por Grzebieluckas et al. (2007), a diversificação deve ser observada sob duas dimensões: negócios relacionados e não relacionados. Consideram-se negócios relacionados quando mais de 70% das vendas vêm de negócios que possuem relação com os negócios originais da empresa. O nível de contribuição de cada dimensão para agregar valor à empresa e garantir desempenho é o que faz da diversificação uma oportunidade e ao mesmo tempo o risco do negócio.

Ruiz (2012) aponta que a junção das bases produtivas e das áreas comerciais formam uma área de especialização e um centro de competências, uma característica marcante das grandes empresas ou grupos. Novos produtos e clientes são somados à antiga estrutura do grupo ou empresa com contornos mais ousados, identificando novas fontes de recursos. O ato de se investir na diversificação carrega um nível de incerteza elevado, ou seja, não há garantias sobre os cálculos prospectivos de receitas, custos e lucros. Ainda segundo o autor são necessários múltiplos mecanismos financeiros para direcionar recursos, tais como: vinculação com sistemas setoriais de inovação, combinações de capitais para minimizar riscos

privados individuais. E assim “fazer o que não se fazia e concorrer onde não se concorria” e, quando for o caso, uma articulação com instituições públicas para definir condições e a regulação da nova forma de empreendimento.

De acordo com Costa (2017), a aceleração das mudanças nas estratégias de negócios causa impactos na cadeia de valor. A formação de desenhos alternativos de negócios, a diversificação de participantes, novos processos e tecnologias, levam à expansão da base de clientes, em função de um aumento do portfólio de produtos a serem ofertados no mercado.

### **2.2. Oportunidades do mercado bancário e do crédito**

A financeirização surgiu de um nicho de mercado em diversos países, com o foco na oferta do microcrédito para pessoas de baixa renda. Inicialmente ofertar pequenos créditos era atividade exclusiva de organizações não governamentais (ONG) concentrados em pequenos bancos na Indonésia, Bangladesh e outros países, no intuito de ajudar pessoas necessitadas, melhorando a gestão de suas finanças. A partir das experiências das ONG's houve também um crescente interesse das instituições bancárias tradicionais de também explorar o mercado das microfinanças como um mercado de grande potencial. Em seguida, alguns bancos governamentais também começaram a atuar com eficiência na administração de crédito para pessoas mais carentes (Alves & Soares, 2006).

A partir de 1990 inicia-se a segmentação de instituições entre: bancos comerciais e de investimento, de seguros, de fundos e de poupança. Observa-se também neste período a atuação de instituições não financeiras gerenciando recursos. Desta forma grandes empresas financeiras deram origem aos bancos de varejo, com atividade principal de oferta de crédito ao mercado secundário. Assim surgem os correspondentes bancários como prestadores de serviços para as empresas financeiras (Costa, 2017).

Alves & Soares (2006) apontam que também ganhou força nesse cenário o cooperativismo de crédito, como um importante veículo de acesso a produtos e serviços financeiros de maneira eficiente, transparente e adequada. Isto implicou em uma regulamentação onde foram estabelecidas as condições para a criação de bancos cooperativos, proporcionando a estas instituições acesso ao mercado financeiro, através dos serviços de compensação e operações de reservas bancárias. Em seguida à regularização dos bancos cooperativos, a partir dos anos 2000 foi autorizado pelo Banco Central o funcionamento de outras instituições como: as cooperativas de crédito, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito ao microempreendedor e as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

A partir dessa flexibilização, vários produtos financeiros foram surgindo, e esta foi a maneira que viabilizou o acesso de instituições ao Sistema Financeiro Nacional. Conforme apontam Alves e Menezes (2007), o número de correspondentes bancários cresceu surpreendentemente, alcançando em 2010 quase 100% dos municípios brasileiros. Foi nesta oportunidade que o mercado do varejo iniciou a financeirização, através da oferta do cartão de crédito, nas modalidades de: Private Label (uso exclusivo na instituição que o emitiu e sem custo para o cliente) e Co-Branded (uso em outros estabelecimentos e com cobrança de uma taxa mínima de anuidade).

De acordo com Costa (2017) o varejo nacional passa a ser intermediador de cartões de crédito e das instituições financeiras. Com essa estratégia de diversificação, as empresas varejistas ganham liderança no mercado, atingindo recordes de faturamentos, em virtude das vendas com cartões de crédito. Para garantir a legitimidade de suas operações, quer no âmbito do varejo ou no âmbito financeiro, surgem novas entidades de representação de classe, como

o Instituto Brasileiro de Empresários do Varejo (Ibevar); o Instituto de Desenvolvimento do Varejo (IDV); e a Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito (Abecs).

A partir desse avanço, Saltorato et al. (2016) ressaltam que estas estratégias das empresas varejistas potencializam novos contornos organizacionais e revelam a atração de diferentes fontes de capital, alterando suas atividades e, em alguns casos, chegando até equiparar a atividades de instituições bancárias. Os referidos autores também apontam o crescimento da geração de receita proveniente da atuação destas junto ao espaço financeiro a ponto de em alguns casos serem superiores à taxa de geração de receita proveniente de sua atuação como varejista.

É nessa perspectiva que surge a motivação de, por meio de indicadores financeiros, analisar se há características diferenciadoras dos grupos varejistas brasileiros que controlam instituição financeira de crédito, em relação aos demais. Por meio da análise financeira, destacada por Silva (2012) como ferramenta para compreender os meios que as empresas buscam para alcançar seus objetivos, são analisados referenciais quantitativos que apoiem na performance sob diferentes óticas, como operações, alocações de recursos e financiamento.

### **2.3. Indicadores financeiros**

Como já mencionado, a diversificação de empresas do varejo por meio da internalização de operações financeiras em empresas do mesmo grupo, além de proporcionar novas oportunidades de negócio, contribui para impulsionar seu negócio principal, por meio do aumento nas vendas. Com cada vez menos recursos disponíveis para compras à vista, boa parte das famílias tem adotado o crédito como forma de preservar o seu padrão de consumo e a obtenção de crédito direto com o varejista aumenta as possibilidades de consumo.

A concessão de crédito comercial potencializa as vendas do grupo varejista e, ao mesmo tempo, demanda recursos financeiros para sustenta-la. Parte dos ativos de caráter cíclico, como as contas a receber de clientes, é financiada por passivos não onerosos de caráter cíclico, como as contas a pagar a fornecedores. No entanto, a parcela dos ativos cíclicos não financiada por passivos cíclicos não onerosos configura a Necessidade de Capital de Giro (NCG), que, segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), representa alocação permanente de recursos que deve ser financiada, preferencialmente, por recursos de longo prazo, mais especificamente, o Capital de Giro (CDG) disponível na empresa. A folga financeira chamada pelos autores de Saldo de Tesouraria (T), disponível para aplicações de curto prazo da empresa, é apurada pela diferença entre o CDG e a NCG. Caso, ao invés de representar uma folga financeira, T seja negativo, passa a representar o montante de ativos de longo prazo que está sendo financiado por passivos de curto prazo, algo que não é recomendável para a empresa, do ponto de vista de liquidez e solvência.

Assaf Neto (2015) complementa os conceitos expostos por Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), indicando que a NCG, em conjunto com o Ativo Não Circulante (ANC), configuram a Necessidade Total de Financiamento Permanente (NTFP) da empresa, que deverá ser financiada, idealmente, por recursos de longo prazo (passivos não circulantes – PNC - ou patrimônio líquido - PL). O autor ainda expõe que, sob essa perspectiva, o Saldo de Tesouraria pode ser expresso como a diferença entre as fontes permanentes de recursos (PNC+PL) e as alocações permanentes de recursos (NTFP).

Ao estruturar instituição financeira voltada à concessão de crédito (ou com a concessão de crédito dentre os seus objetivos), o grupo varejista, *ceteris paribus*, aumenta o valor de suas contas a receber, a sua NCG e a sua NTFP, a menos que boa parte dos Ativos Circulantes Operacionais (ACO) originados a partir da concessão de crédito seja compensada



por Passivos Circulantes Operacionais adicionais de montante similar, proporcionados por fornecedores, por exemplo, reduzindo o impacto da concessão de crédito na NCG e na NTFP. Potencializam-se as vendas e internalizam-se receitas decorrentes dos encargos associados ao crédito concedido, mas, ao mesmo tempo, uma maior alocação de recursos é demandada pela NTFP e uma maior exposição à inadimplência é admitida. Além disso, a instituição financeira do grupo se vê obrigada ao atendimento de determinadas regras adicionais, como a adoção de plano de contas específico do sistema financeiro (Cosif) e outras regras que dependerão da maneira como ela é constituída, por exemplo como sociedade de crédito ou banco comercial (Costa, 2017).

Espera-se, em função do aqui exposto, em especial dos dispêndios adicionais decorrentes da presença de uma instituição financeira no grupo da empresa comercial, que tais esforços tenham sua devida contrapartida em benefícios. Mais especificamente, espera-se que a incorporação de receitas decorrentes do negócio de crédito seja suficiente para remunerar adequadamente esses investimentos e proporcionar aos investidores lucratividade e rentabilidade superiores às que uma empresa que atuasse apenas no comércio de bens e serviços obteria. Para analisar eventuais diferenças entre os grupos empresariais que incluem uma instituição financeira e aqueles que não adotam essa estratégia, nos mais diversos aspectos, foi selecionado um conjunto de trinta e sete indicadores, cuja conceituação, propósito e referências são apresentados nas tabelas a seguir, que agrupam os indicadores de acordo com o seu propósito. Nos casos em que há alguma expectativa para diferenças entre os grupos empresariais em determinado grupo de indicadores, essa expectativa é mencionada.

Na Tabela 1 apresentam-se os indicadores do porte da empresa. Adotam-se esses indicadores (AT e RLV) com dois objetivos: i) permitir a comparação do porte das empresas, avaliado pelos recursos alocados ou pela receita líquida; ii) no denominador de indicadores, com o objetivo de apurar margens (no caso da RLV) ou de reduzir o "efeito tamanho" no momento da sua comparação. A presença de uma instituição financeira em um grupo empresarial voltado ao varejo poderia, em princípio, sugerir que os grupos com essa característica sejam de maior porte do que os demais. No entanto, caso os grupos empresariais sem instituições financeiras desenvolvam outros tipos de diversificação, essa característica pode não se confirmar.

Tabela 1 Indicadores de Porte

Indicador	Descrição	Referências
1-AT	Ativo Total, total de recursos alocados na empresa	Assaf Neto (2015)
2-RLV	Receita Líquida de Vendas - vendas anuais líquidas de descontos concedidos, devoluções e tributos sobre vendas	Assaf Neto (2015)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os indicadores de liquidez selecionados para análise são apresentados na Tabela 2. Analisam-se os indicadores de liquidez com o objetivo de se compreender se grupos empresariais com instituições financeiras são mais ou menos líquidos do que os demais.

Tabela 2 Indicadores de Liquidez

Indicador	Descrição	Referências
3-LC	Liquidez Corrente = Ativo Circulante / Passivo Circulante	Málaga (2017)
4-LS	Liquidez Seca = (Ativo Circulante–Estoques) / Passivo Circulante	Málaga (2017)
5-LG	Liquidez Geral = (Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo) / (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)	Assaf Neto (2015)
6-ILD	Índice de Liquidez Dinâmica = $T /  NCG $ , proporção da NCG representada pela folga financeira (se $T > 0$ ), ou financiada por passivos circulantes	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)
7-CDG/NCG	Indica a relação entre montantes e sinais de CDG e NCG	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3 tem-se os indicadores de estrutura patrimonial e endividamento selecionados para análise. Pelos motivos já descritos neste estudo, espera-se que os indicadores ACO/AT, NCG/AT e NTFP/AT sejam superiores em grupos empresariais com instituições financeiras, a menos que uma maior proporção ACO/AT seja compensada por uma maior proporção PCO/AT. Analisam-se os indicadores CT/AT, EF, ImobPL e ICJ com o objetivo de compreender se há diferenças relevantes na forma e na eficiência com que grupos empresariais com e sem instituições financeiras se financiam.

Tabela 3 Indicadores de Estrutura Patrimonial e Endividamento<sup>ii</sup>

Conceito	Descrição	Referências
8-ACO/AT	O Ativo Circulante Operacional representa a alocação de recursos em atividades cíclicas/operacionais da empresa; aqui é padronizado pelo AT	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)
9-PCO/AT	O Passivo Circulante Operacional representa as fontes de recursos cíclicas, relacionadas à operação da empresa; aqui é padronizado pelo AT	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)
10-NCG/AT	A Necessidade de Capital de Giro é a parcela do ACO que não é financiada pelo PCO, demanda recursos de longo prazo; aqui é padronizada pelo AT	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)
11-NTFP/AT	Necessidade Total de Financiamento Permanente = ANC + NCG; aqui é padronizada pelo AT	Assaf Neto (2015)
12-CT/AT	Dependência Financeira = (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / AT, representa a parcela do AT financiada com capital de terceiros	Assaf Neto (2015)
13-EF	Endividamento Financeiro = Passivo Oneroso / Ativo Total	Assaf Neto (2015)
14-ImobPL	Imobilização do Patrimônio Líquido = (Ativo Não Circulante – Realizável a Longo Prazo) / Patrimônio Líquido	Martins, Miranda e Diniz (2019)
15-ICJ	Índice de Cobertura de Juros = Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos / Despesas Financeiras Brutas	Silva (2008)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4 apresentam-se os indicadores de atividade e ciclos empresarial a serem analisados. Espera-se que o PMRV, o CO e o CF sejam maiores em grupos empresariais com instituições financeiras, em decorrência da presença dessas instituições, voltadas ao crédito.

Da mesma forma, se a presença da instituição financeira no grupo estiver contribuindo para com a concessão de crédito, espera-se que os grupos empresariais que incluam esse tipo de instituição observem um maior giro sobre os investimentos ali realizados, totais (GiroAT), onerosos (GiroCI) e próprios (GiroPL).

Tabela 4 Indicadores de Atividade e Ciclos Empresariais

Conceito	Descrição	Referências
16-PME	Prazo Médio de Estocagem, período médio observado entre a aquisição dos insumos e a venda dos produtos e serviços associados	Málaga (2017)
17-PMR	Prazo Médio de Recebimento, período médio observado entre a realização da venda e o efetivo recebimento dos valores a ela associados	Málaga (2017)
18-PMP	Prazo Médio de Pagamento, período médio observado entre a compra de insumos e o efetivo desembolso dos valores a ela associados	Málaga (2017)
19-CO	Ciclo Operacional = PME + PMR	Málaga (2017)
20-CF	Ciclo Financeiro = PME + PMR – PMP = CO - PMP	Málaga (2017)
21-GiroAT	Giro do Ativo Total = Receita Líquida de Vendas / Ativo Total	Assaf Neto (2015)
22-GiroCI	Giro sobre o Capital Investido = Receita Líquida de Vendas / Capital Investido Médio	Málaga (2017)
23-GiroPL	Giro do Patrimônio Líquido = Giro dos Recursos Próprios = Receita Líquida de Vendas / Patrimônio Líquido	Assaf Neto (2015)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Apresentam-se, na Tabela 5, os indicadores de lucratividade e rentabilidade analisados no estudo. Espera-se que os grupos empresariais com instituição financeira obtenham vantagens que compensem os dispêndios e esforços associados à essa diversificação, traduzidos em maiores lucratividade e rentabilidade, quando comparadas com as demais empresas do segmento.

Tabela 5 Indicadores de Lucratividade e Rentabilidade

Conceito	Descrição	Referências
24-MB	Margem Bruta = Lucro Bruto / Receita Líquida de Vendas	Málaga (2017)
25-MEBITDA	Margem EBITDA = EBITDA <sup>iii</sup> / Receita Líquida de Vendas	Málaga (2017)
26-MEBIT	Margem EBIT = EBIT <sup>iv</sup> / Receita Líquida de Vendas	Málaga (2017)
27-ML	Margem Líquida = Lucro Líquido / Receita Líquida de Vendas	Málaga (2017)
28-ROA	<i>Return On Assets</i> = Lucro Líquido / Ativo Total	Assaf Neto (2009)
29-ROIC	<i>Return On Invested Capital</i> (=NOPAT <sup>v</sup> /Capital Investido), onde o Capital Investido é o valor contábil total da dívida mais o Patrimônio Líquido (PL)	Damodaran (2007)
30-CD	Custo da Dívida = Despesas Financeiras / Dívida Bruta	Assaf Neto (2015)
31-ROE	<i>Return On Equity</i> = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Damodaran (2007)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por fim, apresentam-se, na Tabela 6, os múltiplos associados a valores de mercado ou que relacionam valores de mercado para a empresa a valores contábeis. Seguindo a mesma lógica adotada para os indicadores de lucratividade e rentabilidade, espera-se que os grupos empresariais com instituição financeira compensem os dispêndios e esforços associados à essa diversificação proporcionando aos seus acionistas maiores RAA, RDA, RDC e RDC/RDA.



Tabela 6 Múltiplos

Conceito	Descrição	Referências
32-P/L	Preço da Ação / Lucro por Ação, relaciona o preço da ação com o lucro anual por ação, indicando em quantos anos se recupera o preço da ação	Damodaran (2009)
33-VPA/P	Valor Patrimonial da Ação / Preço da Ação, relaciona o valor contábil da ação com o seu preço de mercado	Damodaran (2009)
34-RAA	Avalia a variação anual do preço da ação considerada em relação ao seu preço inicial, indicando o ganho obtido no período	Penman (2013)
35-RDA	Lucro por Ação / Preço da Ação, relaciona o lucro por ação com o preço da ação, indicando o retorno anual em relação ao preço da ação	Penman (2013)
36-RDC	Dividendos por Ação / Preço da Ação, relaciona o retorno em dinheiro com o preço da ação, indicando o quanto se recebe por unidade monetária de preço	Penman (2013)
37-RDC / RDA	Indica a expectativa sobre qual a parcela do lucro anual por ação será revertida em recebimento em dinheiro	Penman (2013)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Uma vez apresentada a teoria relacionada aos principais aspectos a serem avaliados por este estudo, passa-se à descrição dos métodos adotados pelos autores.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo principal deste estudo é analisar se a internalização de operações financeiras, por meio da estruturação de instituição financeira controlada, tem trazido benefícios para os resultados consolidados de grupos empresariais do varejo de tecidos, vestuário e calçados, em relação aos que não adotam tal prática. Adicionalmente, avaliam-se indicadores de porte, liquidez, estrutura patrimonial e endividamento, atividade e ciclos empresariais e múltiplos de mercado, com o objetivo de identificar os aspectos nos quais os grupos empresariais que incluem instituição financeira se diferem dos demais grupos do setor.

O estudo é realizado por meio das seguintes etapas i) extração da base de dados de indicadores selecionados da plataforma Economatica; ii) eliminação de entradas com dados insuficientes para as análises desejadas; iii) segregação dos dados relacionados aos grupos empresariais com instituição financeira dos demais; iv) aplicação de técnicas estatísticas para análise comparativa dos dois grupos; v) regressão linear de variáveis de interesse; vi) interpretação dos resultados.

São também realizados testes de ajuste dos modelos, envolvendo a verificação da normalidade dos resíduos e análises de multicolinearidade e de homocedasticidade. Os resultados das comparações, regressões e testes são apresentados nas seções apropriadas.

Uma vez consolidadas as bases de dados, as análises propostas foram realizadas no software R, utilizando-se dos recursos de análise estatística da plataforma.

#### 3.1. Dados

As análises foram realizadas a partir de dados secundários e consideraram informações contábeis e indicadores financeiros consolidados de grupos empresariais de capital aberto do segmento de atuação estudado. As bases de dados foram organizadas com insumos obtidos junto à Economatica. Foi considerado período abrangendo os anos de 2010 a 2018, para evitar a utilização de dados referentes a período prévio à harmonização das demonstrações financeiras das companhias brasileiras com o IFRS (International Financial Reporting Standards).

A base originalmente obtida a partir da Economática contém cinquenta e uma informações (indicadores ou dados contábeis) das seis empresas do setor econômico de Consumo Cíclico, subsetor Comércio, segmento Tecidos, Vestuário e Calçados listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)<sup>vi</sup>, em um painel de dados com cinquenta e quatro observações. O número de observações foi reduzido para trinta e oito na base adotada para o estudo, a partir da exclusão de dezesseis das observações originais, em função da indisponibilidade de dados que inviabilizava a apuração de um ou mais dos indicadores descritos no item 2.3.

### 3.2. Variáveis

Para permitir a análise comparativa das trinta e sete variáveis descritas nas Tabelas 1 a 6 deste artigo, a base de dados descrita em 3.1 foi segregada em duas bases: a primeira, com dados associados aos grupos empresariais com instituição financeira, contou com um total de 27 observações referentes a três grupos empresariais; e a segunda, com um total de 11 observações referentes aos dois grupos empresariais que não contam com instituição financeira em sua estrutura. O comportamento das trinta e sete variáveis foi, então, analisado de forma comparativa, à luz das expectativas colocadas a partir do referencial teórico.

## 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1. Distribuição dos dados

Antes de se proceder com as comparações entre os grupos empresariais com instituição financeira e os demais, foi analisada cada uma das variáveis envolvidas no estudo, com o objetivo de verificar se apresentavam distribuição normal, a partir de suas amostras. Essa verificação foi conduzida por meio da aplicação do teste de Shapiro e Wilk (1965), em sua implementação no R. Os indicados dos testes indicaram que apenas seis variáveis apresentaram distribuição normal, para os dois grupos de empresas: PCO/AT, NTFP/AT, ROIC, RAA, RDC e RDC/RDA.

### 4.2. Comparações

É esperado (Barros e Mazucheli, 2005) que testes não paramétricos de comparação de amostras como o teste de Wilcoxon (1945) apresentem maior poder estatístico do que testes paramétricos como o teste t de Welch (1938), quando as variáveis em estudo não apresentam distribuição normal. Em função da característica de não-normalidade da maior parte das variáveis em estudo, entende-se que os resultados das comparações realizadas entre a amostra dessas variáveis referente aos grupos empresariais com instituição financeira e a amostra referente ao demais grupos empresariais terão maior poder estatístico se realizadas por meio do teste não paramétrico de Wilcoxon (1945). No entanto, para fins de comparação dos resultados dos testes, optou-se pela realização dos testes de Wilcoxon (1945) e Welch (1938) ao se compararem as variáveis.

O objetivo, no caso, seria o mesmo, a identificação da existência – ou não – de diferenças estatisticamente significativas entre as duas amostras de cada indicador. Realizados os testes, as conclusões apresentadas sobre a existência – ou não – de diferenças estatisticamente significativas entre as duas amostras coincidiram para trinta e quatro das trinta e sete variáveis, divergindo para apenas três delas: LG, MB e ROA. Como se tratam de três variáveis que não apresentaram distribuição normal, adota-se para elas a conclusão do

teste de Wilcoxon, de maior poder estatístico. Os principais resultados dos testes encontram-se na Tabela 7, a seguir.

Tabela 7 Comparação entre amostras e resultados

Indicador	t	Valor-P Welch	W	Valor-P Wilcoxon	Diferença Estatisticamente Significativa?
AT	4,8	3,23E-05	249,0	0,0007	Sim
RLV	9,0	1,04E-09	297,0	0,0000	Sim
LC	-1,5	0,1559	110,0	0,2250	Não
LS	-1,4	0,1867	109,0	0,2128	Não
LG	-2,6	0,0264	106,0	0,1791	Não
ILD	1,1	0,2884	112,0	0,2507	Não
CDG/NCG	1,1	0,2884	112,0	0,2507	Não
ACO/AT	1,8	0,0946	154,0	0,8741	Não
PCO/AT	6,6	8,27E-07	279,0	0,0000	Sim
NCG/AT	0,4	0,6631	118,0	0,3395	Não
NTFP/AT	-0,6	0,5645	145,0	0,9243	Não
CT/AT	7,4	2,75E-07	282,0	0,0000	Sim
EF	2,2	0,0380	215,0	0,0322	Sim
ImobPL	14,1	2,95E-16	296,0	0,0000	Sim
ICJ	0,7	0,4974	156,0	0,8244	Não
PMRE	-0,6	0,5378	188,0	0,2128	Não
PMRV	5,1	0,0001	289,0	0,0000	Sim
PMPC	-0,3	0,7356	187,0	0,2250	Não
CO	2,2	0,0437	226,0	0,0116	Sim
CF	3,8	0,0006	250,0	0,0006	Sim
GiroAT	-0,2	0,8607	108,0	0,2011	Não
GiroCI	-0,1	0,9369	114,0	0,2784	Não
GiroPL	3,7	0,0017	233,0	0,0055	Sim
MB	2,1	0,0549	219,0	0,0226	Sim
MEBITDA	-0,9	0,3850	141,0	0,8244	Não
MEBIT	-0,2	0,8504	157,0	0,7998	Não
ML	-0,7	0,4817	117,0	0,3235	Não
ROA	-1,4	0,1827	74,0	0,0156	Sim
ROIC	-0,4	0,7223	128,0	0,5254	Não
CD	-2,4	0,0324	66,0	0,0069	Sim
ROE	0,5	0,5974	172,0	0,4649	Não
P/L	0,5	0,6136	153,0	0,8991	Não
VPA/P	-1,3	0,2110	135,0	0,6801	Não
RAA	0,1	0,9426	149,0	1,0000	Não
RDA	-0,2	0,8140	165,0	0,6117	Não
RDC	-0,9	0,4095	128,5	0,5294	Não
RDC/RDA	-1,6	0,1437	101,5	0,1337	Não

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos resultados dos testes estatísticos.

O teste t de Welch e o teste de Wilcoxon têm como hipótese nula a inexistência de diferença estatisticamente significativa. A 5% de significância, um Valor-P menor do que 0,05 indica a rejeição da hipótese nula, ou seja, a existência de diferença entre as amostras. Como se pode observar, para treze indicadores a diferença foi considerada estatisticamente significativa.

A Tabela 8 apresenta os valores médios dos treze indicadores para os quais a média da amostra dos grupos empresariais com instituição financeira apresentou diferença estatisticamente significativa a 5% da média da amostra dos grupos empresariais sem

instituição financeira, com o objetivo de se viabilizar a sua interpretação, à luz do previsto pelo referencial teórico.

Tabela 8 Valores médios dos indicadores com diferença estatisticamente significativa

Indicador	Média em Grupos com Inst Fin	Média em Grupos sem Inst Fin	Indicador	Média em Grupos com Inst Fin	Média em Grupos sem Inst Fin
AT	4.693.801	1.795.468	CO	230,3	187,7
RLV	4.313.813	1.175.593	CF	153,7	103,8
PCO/AT	0,20	0,12	GiroPL	2,31	1,45
CT/AT	56,31	34,52	MB	55,31	49,75
EF	27,02	19,88	ROA	7,11	10,18
ImobPL	52,54	13,69	CD	0,14	0,23
PMRV	125,9	65,5			

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos resultados dos testes estatísticos.

Observa-se, a partir da Tabela 8, que os grupos empresariais com instituição financeira possuem porte médio bastante superior aos demais grupos empresariais do segmento, tanto em termos de Ativo Total quanto em termos de Receita Líquida de Vendas. Os testes realizados não permitem estabelecer relação de causalidade, ou seja, se os maiores grupos empresariais incorporaram instituições financeiras aos seus negócios ou se a presença das instituições financeiras alavancou esses grupos que, então, tornaram-se maiores. Um aspecto interessante que se observa a partir da inspeção das diferenças entre as médias apuradas para cada ano, é que, salvo no caso do Ativo Total em 2015, essas diferenças têm crescido, ano a ano. Ou seja, o crescimento médio das receitas e dos ativos dos grupos com instituição financeira tem sido maior do que o dos demais grupos empresariais do segmento.

Com relação aos indicadores de estrutura patrimonial e endividamento, os indicadores ACO/AT, NCG/AT e NTFP/AT não se mostraram maiores nos grupos com instituição financeira, como esperado, pelo menos não de tal forma que a diferença fosse estatisticamente significativa. Observou-se, no entanto, que o indicador PCO/AT, que representa a contribuição dos passivos cíclicos ou operacionais para a formação do Ativo Total da empresa, tem média 0,20 nos grupos com instituição financeira, significativamente maior do que nos demais grupos empresariais, o que pode estar contribuindo para reduzir NCG/AT e NTFP/AT.

Ainda em relação aos indicadores de estrutura patrimonial e endividamento, observa-se que os grupos empresariais com instituição financeira se utilizam muito mais de capital de terceiros do que os demais grupos (CT/AT médio de 56,31% versus 34,52%), inclusive de natureza onerosa (EF médio de 27,02% versus 19,88%). Observa-se, provavelmente não por acaso, que os grupos empresariais com instituição financeira apresentaram um custo da dívida médio de 0,14, ao passo que os demais grupos apresentaram média de 0,23, para o mesmo indicador. Por fim, ainda com relação à estrutura patrimonial, a imobilização do patrimônio líquido promovida pelos grupos com instituição financeira foi, em média, significativamente maior, de 52,54% versus 13,69%.

A partir dos conceitos descritos na revisão da literatura, esperava-se que os grupos empresariais com instituição financeira apresentassem PMRV, CO e CF maiores do que os demais e que eventual estímulo à obtenção de crédito por essas instituições pudesse levar a maiores giros sobre os investimentos (GiroAT, GiroCI e GiroPL). De fato, os valores médios de PMRV, CO e CF foram superiores nesses grupos empresariais, de forma bem significativa. No entanto, no que diz respeito aos indicadores de giro sobre os investimentos, apenas o Giro

sobre o patrimônio líquido (GiroPL) se mostrou, do ponto de vista de significância estatística, superior nessas empresas.

Do ponto de vista de lucratividade e rentabilidade, considerando-se a significância estatística, apenas a margem bruta média se mostrou superior, nos grupos empresariais com instituição financeira, e o custo da dívida CD médio se mostrou inferior, em ambos os casos algo positivo e dentro do esperado, para esses grupos. O único outro indicador de rentabilidade em que houve diferença estatisticamente significativa foi o ROA, mas, nesse caso, a rentabilidade média dos grupos empresariais com instituição financeira foi inferior à dos demais grupos, algo diferente do esperado e negativo para esses grupos empresariais.

Por fim, observa-se que nenhum dos múltiplos de mercado apresentou valores médios diferentes entre os dois grupos de empresas, do ponto de vista de significância estatística, algo diferente do esperado, que era a observação de indicadores médios mais favoráveis aos grupos empresariais com instituição financeira.

### 4.3. Regressões

Como uma maior NTFP implica uma maior demanda por recursos (próprios ou de terceiros), dos quais espera-se o devido retorno, tem-se a expectativa de que a NTFP exerça impacto negativo no ROE, a menos que um maior montante de NTFP seja compensado por uma maior margem ou um maior giro. Observamos, no item 4.2, que o Giro do PL e a Margem Bruta dos grupos empresariais com instituições financeiras foram significativamente diferentes (e maiores) do que os mesmos indicadores dos grupos empresariais sem instituição financeira. Isso pode sugerir que o impacto negativo da NTFP no ROE seja proporcionalmente menor nos grupos empresariais com instituição financeira do que nos demais.

Para analisar se isso de fato ocorre, realizaram-se duas regressões lineares relacionando, dentre outras variáveis, a NTFP e o ROE, uma para os grupos empresariais com instituição financeira e outra para os demais grupos empresariais. A equação (1) apresenta a forma geral dessas regressões e a Tabela 9, os seus resultados.

$$\text{ROE} = b_0 + b_1. \text{ GiroAT} + b_2. \text{ ML} + b_3. \text{ NTFP/AT} + b_4. \text{ CD} + \varepsilon \quad (1)$$

Tabela 9 Resultado das regressões para o grupo de empresas com e sem instituição financeira

Grupos Empresariais com Instituição Financeira					Grupos Empresariais sem Instituição Financeira				
Coefficientes	Estimação	Erro Padrão	t	Pr (> t )	Coefficientes	Estimação	Erro Padrão	t	Pr (> t )
Intercepto	1,6000	9,9964	0,16	0,874298	Intercepto	9,4237	7,08612	1,33	0,23188
GiroAT	28,8364	5,3367	5,403	1,99E-05	GiroAT	11,4642	1,80292	6,359	7,10E-04
ML	2,3910	0,1936	12,351	2,28E-11	ML	0,6464	0,03586	18,028	1,87E-06
NTFP/AT	-45,5073	10,2398	-4,444	0,000204	NTFP/AT	-15,5307	8,06758	-1,925	0,10254
CD	-3,3681	13,0847	-0,257	0,799255	CD	-5,2826	3,00437	-1,758	0,1292
<b>Erro Pad Resid</b>	3,063	<b>Graus de Liberdade</b>	22		<b>Erro Pad Resid</b>	1,058	<b>Graus de Liberdade</b>	6	
<b>R-quadrado</b>	0,9442	<b>R-quadrado ajust</b>	0,934		<b>R-quadrado</b>	0,9936	<b>R-quadrado ajust</b>	0,9893	
<b>Estatística-F</b>	93,04	<b>Valor-p</b>	1,864E-13		<b>Estatística-F</b>	231,9	<b>Valor-p</b>	1,057E-06	

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos resultados das regressões.



Uma vez realizadas as regressões indicadas na Tabela 9, foram realizados três testes: normalidade dos resíduos (Shapiro & Wilk, 1965), homocedasticidade (teste Breusch-Pagan) e multicolinearidade (VIF Test). Os resultados dos testes, para cada regressão, encontram-se na Tabela 10, a seguir.

Tabela 10 Resultados dos testes de multicolinearidade, homocedasticidade e normalidade dos resíduos

<b>Grupos Empresariais com Instituição Financeira</b>				<b>Grupos Empresariais sem Instituição Financeira</b>			
<b>Multicolinearidade</b>				<b>Multicolinearidade</b>			
Coeficientes		VIF		Coeficientes		VIF	
GiroAT		1,523616		GiroAT		7,490430	
ML		2,493802		ML		1,079224	
NTFP/AT		1,253224		NTFP/AT		7,373799	
CD		2,20573		CD		1,125122	
<b>Homocedasticidade (Breusch-Pagan)</b>				<b>Homocedasticidade (Breusch-Pagan)</b>			
BP 3,7593		Valor-p 0,4396		BP 2,1932		Valor-p 0,7003	
Graus de Liberdade 4				Graus de Liberdade 4			
<b>Normalidade dos Resíduos (Shapiro-Wilk)</b>				<b>Normalidade dos Resíduos (Shapiro-Wilk)</b>			
W 0,95254		Valor-p 0,2469		W 0,88377		Valor-p 0,1161	

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos resultados das regressões.

Não se pôde rejeitar a normalidade dos resíduos de ambas as regressões (hipótese nula do teste Shapiro-Wilk) e não foi identificada heterocedasticidade que demandasse correção (não se pôde rejeitar a hipótese nula de normalidade dos resíduos do teste Breusch-Pagan). Para a regressão dos grupos empresariais com instituição financeira também não foi identificada multicolinearidade (resultados do Teste VIF menores do que 5), mas no caso da outra regressão foi identificada multicolinearidade entre as variáveis explicativas GiroAT (VIF 7,490430) e NTFP/AT (VIF 7,373799). Entende-se que isso se deva ao tamanho da amostra, com apenas 11 observações. É importante observar que, no caso desta última regressão, fica prejudicada a interpretação do impacto isolados de cada variável explicativa.

Para a regressão dos grupos com instituição financeira, para  $\alpha = 0,05$  os coeficientes de GiroAT, ML e NTFP/AT são significativos. Não se pode rejeitar a hipótese de que o intercepto e o coeficiente de CD sejam nulos, com esse  $\alpha$ . Como esperado, há relações positivas entre o Giro do Ativo Total e o ROE e entre a Margem Líquida e o ROE. Já entre a Necessidade Total de Financiamento Permanente e o ROE, também como esperado, a relação é negativa.

O R-quadrado ajustado de 0,934 sugere um poder explicativo elevado das variáveis escolhidas para explicar o ROE.

Para a regressão dos grupos sem instituições financeiras, em que pese os coeficientes de GiroAT e ML terem apresentado valores-p inferiores ao  $\alpha$  de 0,05, a presença de multicolinearidade prejudica a interpretação isolada dos coeficientes. De qualquer maneira, o R-quadrado ajustado de 0,9893 sugere que, tomados em conjunto, as variáveis explicativas selecionadas possuem elevado poder explicativo do ROE, também neste caso.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo se propôs a analisar se a internalização de operações financeiras tem trazido benefícios para os resultados consolidados de grupos empresariais do varejo de

tecidos, vestuário e calçados, em termos de rentabilidade e lucratividade. Foram adotadas técnicas de estatística descritiva e regressão linear para analisar os dados de 2010 a 2018 de grupos empresariais do segmento com e sem operações financeiras internalizadas, comparando-os na busca da identificação de tais benefícios. Apesar das dificuldades inerentes aos dados disponíveis, em especial aquelas decorrentes do pequeno número de empresas do segmento listadas na B3, considera-se que os resultados obtidos por este estudo tenham oferecido contribuições em linha com o proposto.

As comparações mostraram que os grupos empresariais com instituição financeira têm maior porte, seja por Ativo Total ou por Receita Líquida de Vendas, maior participação de capital de terceiros, oneroso e total, maior imobilização do Patrimônio Líquido, ciclos operacional e financeiro mais longos e maior Margem Bruta do que os demais grupos. Em que pese os grupos empresariais com instituição financeira apresentarem menor ROA, operam com Giro do Patrimônio Líquido Maior e Custo da Dívida menor do que os demais grupos empresariais. Tanto no caso do ROE quanto no caso dos múltiplos de mercado, não foram identificadas diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos.

A partir das regressões lineares realizadas, foi confirmado o elevado poder explicativo do ROE previsto para as variáveis Giro do Ativo, Margem Líquida, Necessidade Total de Financiamento Permanente (padronizada pelo Ativo Total) e Custo da Dívida, tomadas em conjunto. Foi possível também confirmar, no caso dos grupos empresariais com instituição financeira, a relação positiva do Giro do Ativo e da Margem Líquida com o ROE; e negativa entre as demais variáveis e o ROE. Em função de multicolinearidade que se entende potencializada pelo pequeno tamanho da amostra, não foi possível a análise individual dos coeficientes da regressão referente aos grupos empresariais sem instituição financeira, tampouco comparar a intensidade com que a Necessidade Total de Financiamento Permanente impacta o ROE, que se previa diferente para os dois grupos de empresas em análise.

O pequeno número de empresas do segmento em estudo listadas na B3 impôs alguma limitação ao estudo, principalmente em relação à comparação que se pretendia realizar entre os resultados das regressões lineares. Considera-se uma alternativa interessante para estudos adicionais a incorporação de grupos empresariais de outros segmentos comerciais que adotem abordagens similares de internalização de instituição financeira, para que se disponha de um maior volume de dados para análise. Deve-se, no entanto, cuidar para que eventuais diferenças entre os aspectos operacionais das empresas envolvidas não acabem prejudicando a análise desse grupo maior de empresas.

## Referências

- Assaf Neto, A. (2015). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro* (11<sup>a</sup> ed.). São Paulo: Atlas.
- Alves, A. A., & Menezes, O.M. S. (2007). *Cartão de Crédito Private Label: A Arma de Crédito na Mão do Varej*, (1) 13-41. São Paulo: Novatec Editora.
- Alves, D. S., & Soares, M. M. (2006). Microfinanças Democratização do Crédito no Brasil Atuação do Banco Central. *Revista Ampliada* (3<sup>o</sup>), 91. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/NotaDC200512.pdf>
- Ansoff, H I. (1985) A model for diversification. *Management Science*, 4 (4), 392. Recuperado de <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/mnsc.4.4.392>
- Banco Mundial. (2018). *Mercados de Crédito*. Recuperado de: <http://pubdocs.worldbank.org/en/297661534982557734/7-mercados-de-credito.pdf>

- Banco Central do Brasil.(2019). *Relatório de Economia Bancária 2018*. Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>
- Barros, E. A. C., & Mazucheli, J. (2005). Um estudo sobre o tamanho e poder dos testes t-Student e Wilcoxon. *Acta Scientiarum. Technology*, 27(1), 23–32. <https://doi.org/10/d522kf>
- Bauer, D. F. (1972). Constructing Confidence Sets Using Rank Statistics. *Journal of the American Statistical Association*, 67(339), 687–690. <https://doi.org/10/cwg2xv>
- Costa, E. A. (2017). *A financeirização do varejo nacional: um estudo multicaseos*. (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, SP, Brasil.
- Damodaran, A. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and implications. *SSRN Electronic Journal*. Recuperado de <https://doi.org/10/fzxpwb>
- Damodaran, A. (2009). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. Bookman Editora.
- Fleuriet, M., Kehdy, R., & Blanc, G. (2003). *O modelo Fleuriet: A dinâmica financeira das empresas brasileiras*. Campus.
- Grant, R. M.; Jammine, A. P. (1988). Performance differences between the Wrigley/Rumelt strategic categories. *Strategic Management Journal*. 9 (4) 333-346. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.4250090404>
- Grzebieluckas, C., Marcon, R., Mello, R. B., Alberto, A.(2007). Estratégia de Diversificação: Conceitos, Motivos e Medidas. *Anais do Encontro de estudos em estratégia. ANPAD. São Paulo:Brasil,3*. Recuperado de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3ES655.pdf>
- Hoskisson, R.E.; Hitt, M. A. (1990). Antecedents and performance outcomes of diversification: a review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, 16 ( 2), 461-509. Recuperado de [https://www.researchgate.net/publication/240248986\\_Antecedents\\_and\\_Performance\\_Outcomes\\_of\\_Diversification\\_A\\_Review\\_and\\_Critique\\_of\\_Theoretical\\_Perspectives](https://www.researchgate.net/publication/240248986_Antecedents_and_Performance_Outcomes_of_Diversification_A_Review_and_Critique_of_Theoretical_Perspectives)
- Málaga, F. K. (2017). *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: Para empresas não financeiras* (3ª ed.). São Paulo: Saint Paul Editora.
- Martins, E., Miranda, G. J., & Diniz, J. A. (2019). *Análise didática das demonstrações contábeis* (2ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Pitts, R. A.; Hopkins, H. Donald. Firm diversity: conceptualization and measurement. (1958) *The Academy of Management Review*. 7 (4), 620-629. <https://journals.aom.org/doi/10.5465/AMR.1982.4285261>
- Penman, Stephen. (2013). *Análise de demonstrações financeiras e security valuation*. (4th ed). Rio de Janeiro: Elsevier
- Ramanujam, V.; Varadarajan P. (1989) Research on corporate diversification: a synthesis. *Strategic Management Journal*. 10 ( 6), 523-551.
- Ruiz, R. M.(2012). Diversificação das grandes e grupos empresariais brasileiros: alguns apontamentos. *Revista USP*, 93, 101-112. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/revusp/article/view/45005>
- Rumelt, R. P. (1986). Diversification in industry – United States: strategy, structure and economic performance. *Harvard Business School Classics*.
- Saltorato, P., Domingues, L. C., Donadone, J. C., Sanches, E. C., & Sola, F. (2016). Fusões, aquisições e difusão da lógica financeira sobre as operações de varejo brasileiro. *Gestão & Produção*, 23(1), 84–103. <https://doi.org/10/gf9fkr>
- Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, 52(3/4), 591–611. <https://doi.org/10.2307/2333709>
- Silva, P. S. (2008). *Análise Financeira das Empresas* (9ª ed.). São Paulo. Editora Atlas.

- Silva, P. S. (2012). *Análise Financeira das Empresas* (11<sup>a</sup> ed.). São Paulo. Editora Atlas.
- Tan, B., Chang, H. and Lee, C. (2007), "Relationships among industry environment, diversification motivations and corporate performance", *International Journal of Commerce and Management*, 17(4), 326-346. <https://doi.org/10.1108/10569210710844390>
- Welch, B. L. (1938). The Significance of the Difference Between Two Means when the Population Variances are Unequal. *Biometrika*, 29(3/4), 350–362. <https://doi.org/10/b3b6k2>
- Wilcoxon, F. (1945). Individual Comparisons by Ranking Methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80–83. <https://doi.org/10.2307/3001968>
- ZHAO, H.; LUO, Y. (2002) Product diversification, ownership structure, and subsidiary performance in China's dynamic market. *Management International Review*, v. 42, n. 1  
Recuperado de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3ES655.pdf>.

---

<sup>i</sup> Por reduzir o "efeito tamanho" entende-se reduzir o efeito do tamanho da empresa em indicadores que se deseja comparar: ao se dividir o indicador pelo AT, passa-se a interpretá-lo como uma "proporção do AT", tornando-o comparável entre empresas de diferentes tamanhos. Entende-se que, dessa forma, evitam-se diferenças em indicadores medidos para duas empresas que estejam mais relacionadas ao fato de elas serem de portes diferentes do que às diferenças, por exemplo, entre seus desempenhos.

<sup>ii</sup> As variáveis ACO, PCO, NCG e NTFP, definidas pelos autores citados como referências, são aqui adaptadas pelos autores do artigo, por meio da divisão de seu valor pelo Ativo Total (AT), na composição do indicador. Adota-se essa abordagem para eliminar, tanto quanto possível, o efeito "tamanho" na comparação entre empresas.

<sup>iii</sup> *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, resultado proveniente da operação da empresa, antes das receitas e despesas financeiras, dos tributos, depreciação e amortização (Málaga, 2017).

<sup>iv</sup> *Earnings Before Interest and Taxes*, resultado proveniente da operação da empresa, antes das receitas e despesas financeiras e dos tributos (Damodaran, 2007).

<sup>v</sup> *Net Operating Profits After Taxes* (= EBIT x (1-T)), onde T é a alíquota efetiva de tributos sobre o lucro aplicável à empresa (Damodaran, 2007).

<sup>vi</sup> Os segmentos da B3 podem ser consultados em [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm), opção "Empresas Listadas" / "Setor de Atuação". (acesso em 8 de outubro de 2019).