

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**“Os impactos da recente crise econômica brasileira na estrutura de capital de
companhias de varejo”**

Nicolas Kersul Mendes da Silva

Número de matrícula: 1212132

Orientador: Prof. Marcelo Nuno

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2017

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**“Os impactos da recente crise econômica brasileira na estrutura de capital de
companhias de varejo”**

**Monografia apresentada como Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências
Econômicas da PUC-Rio.**

Orientador: Prof. Marcelo Nuno

Nicolas Kersul Mendes da Silva

Número de matrícula: 1212132

**"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para
realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo
professor tutor".**

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2017

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Resumo

Kersul Mendes da Silva, Nicolas. **Os impactos da recente crise econômica brasileira na estrutura de capital de companhias do varejo**. Rio de Janeiro, 2017. 30p. Monografia de Conclusão de Curso - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Após o término do governo de Luiz Inácio “Lula” da Silva, e o início do primeiro mandato de Dilma Rousseff, temos a implementação da “Nova Matriz Econômica”, que a partir de um modelo de política intervencionista por parte do Estado acarretou em uma das piores crises econômicas do Brasil. Nesse cenário, temos o comportamento das empresas, que frente ao cenário de crise, tentam maximizar o seu valor a partir de uma estrutura de capital eficiente. A partir dos dados obtidos pela BM&FBOVESPA, o presente trabalho se propôs a estudar qual o impacto na estrutura de capital de empresas do varejo brasileiro da crise econômica gerada entre os períodos de 2010 e 2016. Além de verificar a existência de uma estrutura de capital ótima do setor sob as teorias clássicas e observar se o comportamento da amostra analisada, acerca do nível de endividamento, se assemelha ao de outras crises que ocorreram nos últimos anos no contexto mundial. Após a compilação dos dados, concluiu-se que não há uma convergência por parte das empresas sobre uma estrutura de capital ótima no período durante ou pré-crise, seja por conta dos diferentes ramos inseridos dentro do setor de varejo ou pelas peculiaridades de cada empresa.

Palavras-chave: Estrutura de capital; nível de endividamento; crise econômica.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
1.1	Objetivo	7
2	REVISÃO LITERÁRIA	8
2.1	Teoria Trade-Off.....	9
2.2	Teoria Pecking Order.....	10
2.3	Teoria de Market-timing	10
2.4	Finanças corporativas e a estrutura de capital de empresas.....	11
2.5	Análise da crise econômica no Brasil	12
2.6	O setor do varejo brasileiro.....	16
2.7	Efeito de crises sobre a estrutura de capital de empresas	17
3	METODOLOGIA	18
4	DADOS	20
5	RESULTADOS	21
6	DISCUSSÃO E CONCLUSÃO.....	24
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	26
	ANEXO	28

Lista de Tabelas e Gráficos

Gráfico 1: Evolução da taxa SELIC a partir das reuniões do COPOM (Comitê de Política Monetária), Brasil, de 2010 a 2016

Gráfico 2: Evolução da inflação acumulada no ano calculado a partir do IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo, Brasil, de 2010 a 2016

Gráfico 3: Evolução do comércio no setor varejista entre 2009 e 2016 no Brasil

Tabela 1: Endividamento de curto e longo prazo da amostra observada no período de 2010 a 2016

Tabela 2: Estrutura de capital de cada empresa da amostra calculado a partir do valor contábil no período de 2010 a 2016.

Tabela 3: Evolução do valor de mercado da amostra no período de 2010 a 2016

Tabela 4: Estrutura de capital de cada empresa da amostra calculado a partir do valor de mercado no período de 2010 a 2016.

1 INTRODUÇÃO

A crise econômica brasileira iniciada em 2014 vem se apresentando como a pior que fora vivenciada no país. Resultado de uma política econômica voltada para juros baixos, de modo a incentivar o consumo, aliado à desoneração fiscal e o controle de preços gerou um crescimento do PIB de apenas 0,5% em 2014 e retrações do mesmo na ordem de 3,8% em 2015 e 3,6% em 2016 segundo o IBGE.

Ademais, a taxa de desemprego alcançou a marca de 12% no quarto trimestre de 2016, o que se traduziu em um número de desempregados de 12,3 milhões, de acordo com o IBGE, o patamar mais alto desde o início da PNAD - Pesquisa Nacional por Amostragem de Domicílio, em 2012. Outro ponto a ser considerado é o aumento de inflação, que a partir dos estímulos realizados pela “Nova Matriz Econômica” chegou a níveis elevados, marcando 10,67% em 2015, ou seja, expressivamente acima do limite superior da meta de inflação de 4,5%.

Assim, é possível concluir que o Brasil entrou em um período de estagflação, gerando um quadro de riscos elevado, atrelado a um aumento de incerteza, por conta de instabilidades políticas, seja pelas consequências da Operação Lava-Jato ou pelo processo de impeachment da ex-Presidente Dilma Rousseff.

Nesse contexto, temos as empresas do varejo brasileiro e suas estruturas de capital, que consistem em suas formas de financiamento, se baseando, tanto no capital próprio, como no capital de terceiros. No entanto, mesmo analisando um único setor da economia, é possível encontrar empresas com estruturas de capital diferentes, sendo que essas estruturas estão diretamente ligadas com o custo de capital e podem influenciar a maximização do valor da empresa.¹

¹ ASSAF NETO, A., Finanças Corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003, p. 520 - 534

1.1 Objetivo

Verificar o impacto da crise econômica eclodida no governo de Dilma Rousseff sobre as estruturas de capital das empresas de varejo no Brasil, considerando a performance das varejistas entre 2010 e 2016. Além de estudar se existe uma estrutura de capital ótima no contexto de crise.

2 REVISÃO LITERÁRIA

No universo das finanças corporativas, as escolhas acerca da estrutura de capital apresentam grande relevância pelo fato das mesmas gerarem implicações importantes para as empresas, já que irão definir a maneira como será feito o financiamento de investimentos e ativos. A estrutura de capital pode ser composta apenas pelo capital próprio da empresa, porém o quadro usual é a composição entre esse e o capital de terceiros, que representa qual é a estratégia adotada quanto ao endividamento da empresa. Os recursos que definem o capital próprio são oriundos dos proprietários, sócios e acionistas, sendo simbolizados pelo Patrimônio Líquido, que é composto pelo capital social e suas variações, lucros e reservas. Em contraste, o capital de terceiros representa um tipo de dívida em que é conhecido de antemão o fluxo de remunerações futuras, além do seu reembolso.²

Seguem as principais teorias quanto à estrutura de capital de empresas.

Durand, um dos precursores do estudo relacionado à estrutura de capital de empresas, é conhecido por ter formulado a teoria convencional, que propõe que o valor da empresa pode ser maximizado, dado um retorno requerido pela mesma. A teoria do autor tem como base de que as empresas, através das escolhas de sobre qual tipo de fonte de financiamento utilizar na sua estrutura de capital, podendo essas serem de capital próprio ou de terceiros, são capazes de encontrar um nível ótimo.³ Segundo o autor, utilizar capital de terceiros apresenta benefícios por ter um custo menor em comparação ao do capital próprio e por possibilitar o abatimento dos juros do imposto de renda da companhia. No entanto, com um nível exacerbado de endividamento, a companhia pode ser levada à insolvência, tornando o custo marginal do capital de terceiros superior ao do capital próprio. Logo haveria uma combinação adequada que resultaria em um custo do capital minimizado e o valor da companhia maximizado.⁴

² SOARES, I. et. al., *Decisões de Investimento Análise Financeira de Projetos*, 3 ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2012, p. 149-152.

³ DURAND, D., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment*. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, 1959, p. 639-655.

⁴ Idem, *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. NBER Books, 1952, p. 215-262.

Entretanto, segundo Damodaran, essa escolha de nível de endividamento ótimo, capaz de produzir um patamar mínimo de custo de capital, não existente de acordo com a teoria de Modigliani e Miller.⁵ Os autores defendem que o valor da empresa e o seu custo de capital não são afetados pela estrutura de capital, de modo que estrutura ótima de capital inexistente. Modigliani e Miller têm como premissa um mercado perfeito, em que inexistente assimetria de informação, não há custos de falência ou de transação, e não há impostos.⁶ No entanto, considerando a aplicabilidade prejudicada que as premissas irrealistas utilizadas pelos autores geram, posteriormente, Modigliani e Miller afrouxam as hipóteses, de modo que são considerados a ocorrência de impostos e do benefício fiscal referente ao pagamento de juros, tornando possível que o endividamento da companhia aumente o valor da mesma. Entretanto, os autores ressaltam que é necessário manter uma maleabilidade entre suas fontes de financiamento, uma vez que uma estrutura de capital que só possui capital de terceiros ainda está sujeita a custos de falência e custos atrelados ao endividamento que desestimulam esse tipo de alocação.⁷

2.1 Teoria *Trade-Off*

Posteriormente a teoria formada por Modigliani e Miller, segundo Myers as companhias possuem um nível de endividamento ótimo. O autor propõe que ao ponderar o nível de capital de terceiros, levando em consideração seus ônus e benefícios, é possível maximizar o valor da empresa, sendo essa teoria conhecida como a do *Trade-off*. Dessa forma, segundo a teoria, basta buscar a igualdade entre o benefício e o custo marginal. A teoria foi elaborada tomando o *business plan* e ativos da companhia constantes para um nível de endividamento equilibrado que realiza um *trade-off* propriamente dito entre as vantagens e desvantagens de se utilizar o capital de terceiros.⁸

⁵ DAMODARAN, A., Finanças corporativas: teoria e prática. 2 ed. Porto Alegre: Bookman 2004, p. 455.

⁶ MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H., The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review - v. 48, n. 3, 1958, p. 261-297.

⁷ Idem, Corporate income taxes and the cost of capital: correction. The American Economic Review - v. 70, n. 3, 1963, p. 433-444.

⁸ MYERS S. C., Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics - v. 5, n. 2, 1977, p.147-175.

2.2 Teoria *Pecking Order*

Outra teoria que se destaca é de *Pecking Order* de Myers e Majluf. Os autores se pautaram na existência de assimetria de informação, de modo que a forma de endividamento escolhida pela empresa é feita de maneira hierárquica. Em primeiro lugar, como opção de financiamento, encontra-se o financiamento interno, que é feito a partir de lucros acumulados da empresa. Posteriormente, temos o financiamento externo, primeiramente, em forma de dívidas e, como último recurso, a emissão de ações, de modo que o mercado entende que o preço da dívida e da ação, em maior escala, estará excessivamente valorizado.⁹

Essa ordenação se baseia no fato de que existem custos quando nos referimos à emissão de dívida e de ações, algo que não ocorre com o uso de reservas acumuladas. Outrossim, de acordo com Damodaran temos uma perda de flexibilidade e controle entre capital próprio e de terceiros quando existe uma emissão de dívida, posto que existem regulamentos envolvidos que se estendem por um período considerável de tempo. Aliado a tal, existe uma perda de controle com a emissão de ações, já que com a emissão de novas ações temos uma possível diluição dos acionistas existentes por parte dos novos. Ao partirmos do pressuposto que as empresas detêm maiores informações sobre suas operações, é justificada a visão valorizada por parte do mercado quando esses instrumentos de captação de recursos são utilizados.¹⁰

Deste modo, por mais que a teoria aborde a escolha de uso do tipo de capital de terceiros e próprio, a mesma não apresenta uma estrutura de capital ótima.

2.3 Teoria de *Market-timing*

A teoria de *Market-timing* é proveniente dos estudos de Baker e Wurgler, que consistem na escolha das empresas de emitirem ações quando o mercado acredita que

⁹ MYERS, S; MAJLUF, N., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics* - v. 13, n. 2, 1984, p. 187-221

¹⁰ DAMODARAN, A., *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004, p. 462-464

essas estão em alta.¹¹ De modo que, no momento que as ações atingem um patamar de preço reduzido, a empresa realiza a recompra das ações. Assim, o objetivo é aproveitar oportunidades de mercado capazes de afetar a estrutura de capital. Em contraste com o estudo de Myers e Majluf, os resultados obtidos por Baker e Wurgler apontam que as empresas, mesmo incorrendo de assimetria de informação, são capazes de beneficiar-se com a situação, contudo, a teoria também não propõe uma estrutura de capital ótima.

2.4 Finanças corporativas e a estrutura de capital de empresas

O “princípio do financiamento”, de acordo com Damodaran, consiste no pressuposto que os agentes irão escolher um balanceamento entre dívida e capital próprio para financiar seus investimentos com o objetivo de maximizá-los, além do intuito convencional das finanças corporativas ser a da maximização do valor da própria empresa. O autor ainda se estende, definindo que o valor da empresa pode ser definido como o valor do patrimônio líquido contábil, que consiste em avaliar um ativo a partir do quanto foi pago para adquiri-lo, ou pelo valor de mercado, que engloba toda a dinâmica de fluxo de caixa e novas informações que afetam o valor da empresa. No entanto, o valor contábil não considera a questão de o ativo perder seu valor no decorrer do tempo e de que investimentos futuros podem gerar valor, além do fato de que o patrimônio líquido só representará o valor da empresa caso a mesma não detenha dívidas.¹²

Ainda segundo Damodaran, a maximização do valor da empresa, em meio às teorias tradicionais das finanças corporativas, é traduzido na maximização do preço da ação, dado as características que a mesma apresenta, sendo: a facilidade de se medir ganhos e perdas, refletir ganhos futuros, dado que os agentes racionais se utilizarão de todas as informações que puderem obter para mensurar o seu preço, e de representar riqueza, uma vez que expressa o valor que seria pago aos acionistas caso vendessem suas participações.¹³

¹¹ BAKER, M.; WURGLER, J., Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, 2002, p. 1-32

¹² DAMODARAN, A., *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004, p. 33-35.

¹³ *Ibidem*, p. 37-41.

Ademais, de acordo com Pratt e Grabowski, o custo do capital é oriundo do mercado de ativos, além de representar a taxa de retorno esperado sobre algum valor base. Tal valor base é estipulado a partir do valor de mercado de um ativo e não do valor contábil.¹⁴ Logo, se faz necessário na análise das estruturas de capital o uso do valor de mercado de empresas listadas em bolsa, sendo esse calculado com base no número de ações emitidas multiplicado pela sua cotação no mercado acionário.

Segundo Assaf Neto, a estrutura de capital de companhias brasileiras apresenta características específicas, de modo que é recomendado a consideração de capital de terceiros de curto prazo, quando se é determinado a estrutura de capital de empresas. Uma vez que em comparação com países desenvolvidos, os agentes baseiam suas escolhas em um horizonte mais curto de tempo, devido a estabilidade de fatores macroeconômicos e políticos.¹⁵

2.5 Análise da crise econômica no Brasil

Em 2010, as grandes potências econômicas como os Estados Unidos e os integrantes da União Europeia ainda se recuperavam da crise financeira das *subprimes*¹⁶. No entanto, o Brasil, assim como outros países emergentes, apresentava crescimentos sólidos do PIB - Produto Interno Bruto. De acordo com o IBGE¹⁷, o PIB brasileiro alcançou o patamar de R\$ 3,675 trilhões, um crescimento de 7,5% em relação ao resultado anterior, além da inflação acumulada no ano apresentar um nível inferior à 6,0% e a taxa de poupança se expandir para 16,5% do PIB. Logo, o Brasil apresentava fôlego e potencial econômico, dado a retração do Produto Interno Bruto em 2009 na ordem 0,2%.

O banco central brasileiro seguia com uma política de aumento da meta da taxa básica de juros, em um primeiro momento aumentando a SELIC¹⁸ de 8,75%, patamar mais baixo até então desde o início do presente século, para 9,50% e, posteriormente,

¹⁴ PRATT, S.; GRABOWSKI, R., *Cost of Capital: Applications and Examples*, 3 ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc, 2008, p. 6

¹⁵ ASSAF NETO, A., *Finanças Corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003, p. 536-545.

¹⁶ Crise financeira gerada a partir da concessão de empréstimos de alto risco para hipotecas nos Estados Unidos.

¹⁷ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

¹⁸ Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

até 10,75% em dezembro de 2010. Tal movimentação se devia ao fato da taxa de inflação ter se distanciado da meta de 4,00% e se aproximado claramente do teto superior de 6,50%.

Assim se encerrava o segundo mandato do governo de Luiz Inácio “Lula” da Silva, que se caracterizou por políticas anticíclicas, a fim de reverter os impactos da crise financeira internacional, e políticas econômicas keynesianas, caracterizadas pela maior presença do Estado na economia, como a ampliação de programas sociais.

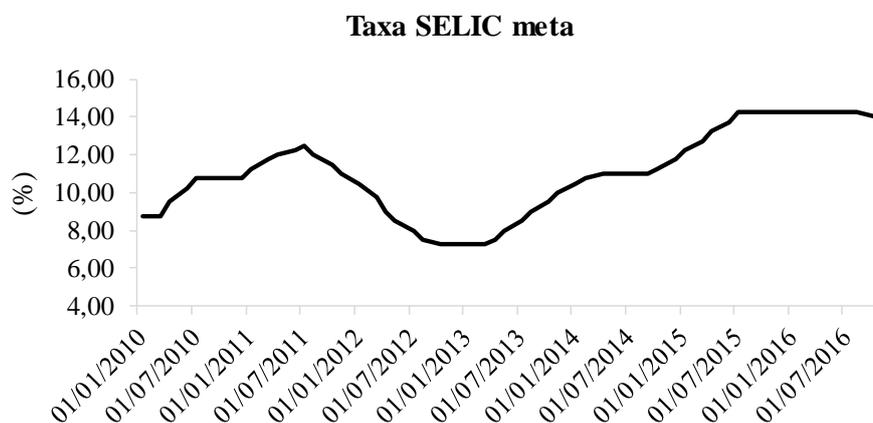
Dado a popularidade e sucesso de “Lula”, em janeiro de 2011, Dilma Rousseff assume a presidência do Brasil, dando continuidade ao partido político PT (Partido dos Trabalhadores) no governo do país. A recém-eleita Presidente implementou o que ficou conhecido como a “Nova Matriz Econômica”, política econômica que mantinha o viés intervencionista do governo anterior e estendia suas dimensões.

O primeiro mandato de Dilma Rousseff foi caracterizado por uma política fiscal expansionista, marcada pela redução de impostos e aumento dos subsídios, tanto nas tarifas de energia elétrica, quanto dos combustíveis. O período também foi marcado pela atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e a política de juros baixos como forma de desenvolver diversos setores da economia. Nesse contexto, em 2011, o Brasil apresentava um crescimento da taxa SELIC que encerrou o ano em 11,00%, após ter chegado na máxima de 12,50%, segundo o BACEN – Banco Central do Brasil. Ademais, o país seguia com um crescimento do PIB na ordem 3,9% e o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) atingindo o teto superior da meta de inflação, de acordo com o IBGE.

Nos anos que se seguiram até 2014, final do primeiro mandato da Presidente, o crescimento do PIB do país foi demonstrando cada vez menos vigor, atingindo a marca de 0,1%, além da inflação acumulada em 12 meses constantemente ultrapassar o limite da meta ao longo dos anos. A SELIC atingiu a mínima de 7,25% no final de 2012 e início de 2013, no entanto terminou o ano de 2014 a 11,25%, aliado a taxa de câmbio que se desvalorizou de R\$1,86 por dólar em 2011 para aproximadamente R\$2,70 no final do mandato, segundo o BACEN. O nível de desemprego no Brasil mantinha a sequência de quedas desde 2010, atingindo a taxa anual de 4,8% em 2014, de acordo

com o IBGE. Ou seja, o governo se apresentava leniente em relação a inflação em detrimento de uma expansão do consumo, desemprego baixo e deterioração das contas públicas. No entanto, diferente do segundo mandato de “Lula”, o período foi marcado pela queda dos preços das commodities, devido à desaceleração da economia chinesa a partir de 2012, além da crise energética gerada pelo aumento do consumo, devido à redução das tarifas, e a crise hídrica, dado a falta chuvas nas usinas hidrelétricas. Assim, os estímulos injetados na economia por parte do governo se tornaram nocivos e ineficazes, uma vez abanado o “tripé macroeconômico”¹⁹ que gerou prosperidade nos anos anteriores.

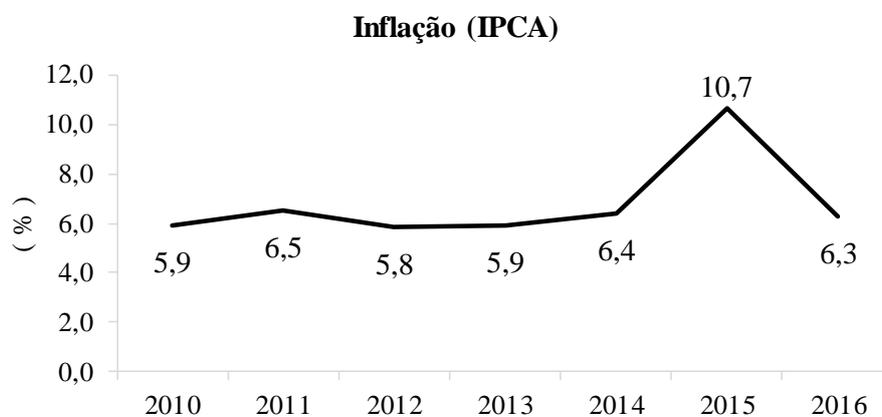
Gráfico 1: Evolução da taxa SELIC a partir das reuniões do COPOM (Comitê de Política Monetária), Brasil, de 2010 a 2016



Fonte: Banco Central do Brasil

¹⁹ Combinação de metas fiscais, câmbio flutuante, e metas para a inflação implementado em 1999 no segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso.

Gráfico 2: Evolução da inflação acumulada no ano calculado a partir do IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo, Brasil, de 2010 a 2016



Fonte: IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Após a disputa presidencial acirrada que culminou na reeleição acirrada de Dilma em 2015 a “Nova Matriz Econômica” do primeiro mandato é olvidada, resultando na implementação de políticas econômicas a fim de retomar a estabilidade econômica no Brasil e reduzir a dívida pública, dado que essa é afetada negativamente pelo aumento da taxa de câmbio. Dessa forma, a taxa de juros aumentou no primeiro ano do governo até 14,25% com o objetivo de reduzir a inflação que seguia galopante, chegando a marca de 10,25% no ano. O Produto Interno Bruto obteve contração de 3,8% em 2015 e a taxa de desemprego atingiu a soma de 12 milhões de brasileiros em 2016, de acordo com a PNAD. Não o bastante, o dólar ultrapassou o patamar de R\$ 4,00, afetando positivamente a inflação doméstica, uma vez que quanto mais desvalorizada a moeda, mais caro se tornam os produtos importados, segundo o Banco Central.

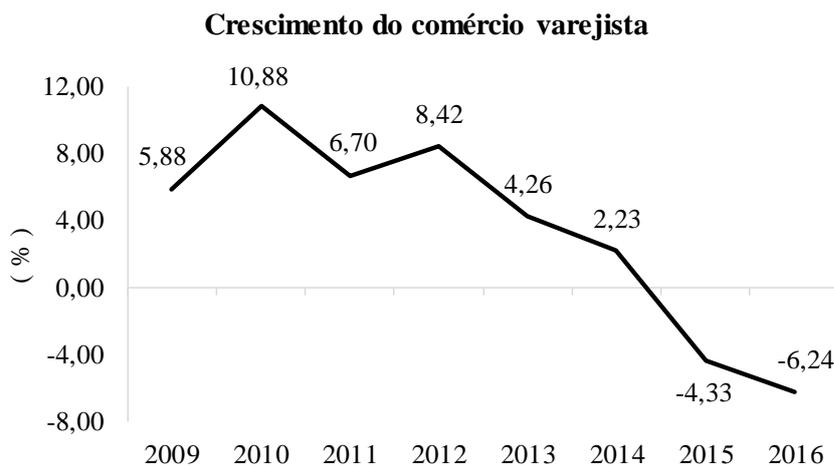
Por fim, entre 2015 e 2016, temos uma intensificação da crise política, dado o expressivo índice de reprovação da Presidente, impulsionado pela insatisfação da população através de diversas manifestações, além dos desdobramentos das investigações da Operação Lava Jato, escândalos de corrupção, aliados à instabilidade política do cenário institucional, considerando a incapacidade da Presidência em manter o apoio da base aliada nas Casas Legislativas do Congresso Nacional. A soma destes eventos e fatores resultou no processo de impeachment de Dilma Rousseff pelo crime

de responsabilidade fiscal quanto à infração da Lei orçamentária da meta fiscal primária de 2015.

2.6 O setor do varejo brasileiro

Segundo dados disponibilizados pelo IBGE, as taxas de crescimento anual do varejo no Brasil se mantiveram altas nos primeiros anos da atual década, sendo de 10,88% e 8,42% em 2010 e 2012, respectivamente. No entanto, mesmo apresentando crescimentos positivos até 2014, o setor passou a contrair em 2015 e 2016, devido ao cenário de crise econômica. Tal movimentação é explicada em grande parte pela política de oferta de crédito e juros baixos praticados até 2014, aliado a redução impostos e tarifas.

Gráfico 3: Evolução do comércio no setor varejista entre 2009 e 2016 no Brasil



Fonte: IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

No entanto, com a piora dos indicadores macroeconômicos brasileiros e as políticas contracionistas, o consumidor passa a ter menos renda, assim como as empresas do varejo, dado o aumento da taxa básica de juros, elevação do custo de energia elétrica, maior tributação de produtos e importações mais caras, conforme é evidenciado no estudo da consultoria PwC, “O Setor de varejo e consumo no Brasil – Como enfrentar a crise”²⁰.

²⁰ Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/produtos-consumo-varejo/2016/pwc-o-setor-varejo-brasil-16.pdf>>. Acesso em: 14 de nov. 2017.

2.7 Efeito de crises sobre a estrutura de capital de empresas

Não há questionamentos que impactos oriundos de uma recessão econômica afetam um país de maneira negativa tanto no campo financeiro, quanto no social. No entanto, é possível se utilizar de períodos como esses, a fim de se avaliar as escolhas das companhias quanto a estrutura de capital definida.

Os estudos de Iqbal e Kume realizado com empresas europeias não financeiras, e Fosberg, com base nos Estados Unidos, avaliam os impactos da crise das *subprimes* em 2008 sobre a estrutura de capital de empresas desde o período anterior até o posterior à crise. Os resultados em ambos os estudos mostraram que no período anterior até o durante a crise há um aumento expressivo do endividamento por parte das empresas, enquanto que posteriormente, as estruturas de capital retornam os patamares presentes no período pré-crise.^{21 22}

Outro estudo relevante acerca de crises é o de Alves e Francisco. Os autores concluíram que as evidências corroboraram com os fatos apontados pelos dois estudos inicialmente citados, de que o nível de endividamento é elevado com o surgimento da crise. No entanto, Alves e Francisco ao usarem a amostra de 3 crises diferentes, notaram que a elevação de endividamento é em grande medida causada por dívidas de curto prazo.²³ Através do aumento de incerteza, temos que em determinado ambiente incorre de uma menor propensão por parte das firmas em realizar investimentos e contratações, assim como há uma diminuição da propensão do indivíduo em consumir.²⁴ A incerteza econômica inibe a capacidade de projeção com certo grau de nitidez para um cenário futuro, o que naturalmente, implica na escolha de postergar a tomada de decisões de investimento para um período de maior certeza. De modo que os agentes financeiros, por serem avessos ao risco, irão restringir a oferta de crédito para um período de maior incerteza.

²¹ IQBAL, A.; KUME, O., Impact of Financial Crisis on Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany. *Multinational Finance Journal*, v.18, n. 3, 2014, p. 249-280.

²² FOSBERG, R., Capital structure and the financial crisis, *Journal of Finance and Accountancy*, v.11, 2012, p. 46-52.

²³ ALVES, P.; FRANCISCO P., The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 57, 2015, p. 129-146.

²⁴ BLOOM, N., Fluctuations in Uncertainty, *Journal of Economic Perspective* - v. 28, n. 2, 2002, p. 1-32.

3 METODOLOGIA

A metodologia do presente estudo se baseia na análise do nível de endividamento de uma amostra de empresas do setor de varejo no Brasil durante o período de 2010 até 2016, ou seja, será feita a avaliação da proporção do uso do capital de terceiros sobre o capital total detido pelas empresas relativo ao período da recessão econômica e o anterior.

A fim de medir o endividamento total das empresas, utilizou-se os balanços patrimoniais das mesmas e foi contabilizado o montante financeiro oriundo da soma de empréstimos e financiamentos de curto prazo, dispostos no passivo circulante, e das contas presentes no passivo não circulante, representando os financiamentos de longo prazo.

Conseqüentemente, com o intuito de se obter o valor total de capital próprio, foi utilizado o valor do Patrimônio líquido contábil das empresas, que também é apresentado em seus balanços patrimoniais, e o valor de mercado das mesmas, que consiste no número de ações emitidos por cada companhia multiplicado pela sua cotação na bolsa de valores. Por conta da existência de duas abordagens diferentes, capital próprio contábil e de mercado, foi avaliado o nível de endividamento por ambas as óticas, conforme as fórmulas a seguir.

$$NV = (ET) / (ET + PL)$$

$$NV = (ET) / (ET + VM)$$

Onde: NV = Nível de endividamento

ET = Endividamento total

PL = Patrimônio líquido

VM = Valor de mercado da companhia

No presente estudo, o uso do Patrimônio líquido contábil para cálculo da estrutura de capital destina-se apenas para fins de comparação, sendo o nível de endividamento

calculado a partir do valor de mercado o real indicador utilizado para verificar o impacto do período, estando de acordo com as teorias descritas no capítulo **2.6**.

Por fim, após estipulado os percentuais de dívida de cada empresa, será analisado o impacto da crise econômica brasileira, que mostrou seus primeiros sinais concretos em 2014, sobre a amostra. Adicionalmente, será observado se existiu a convergência para uma estrutura ótima de capital entre as empresas varejistas selecionadas, partindo do princípio de maximização de valor por parte dos agentes, e se os resultados corroboram com os estudos realizados por Fosberg (2012), Iqbal e Kume (2014) e Alves e Francisco (2015).

4 DADOS

A amostra das empresas escolhidas para representar o varejo brasileiro é composta por: Marisa Lojas S.A., B2W Companhia Digital S.A., Lojas Americanas S.A., Lojas Renner S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Magazine Luiza S.A. e Guararapes Confeccões S.A. Tal amostra apresenta companhias de grande porte do mercado brasileiro e de capital aberto, além de segmentos distintos do varejo, como o de supermercados, vestuário e lojas de departamento.

Os dados utilizados para a elaboração do presente estudo foram extraídos das demonstrações financeiras disponibilizadas por cada empresa no site da BM&FBOVESPA, bolsa de valores do mercado brasileiro. Os relatórios anuais de cada empresa apresentam seus respectivos balanços patrimoniais, ou seja, informações necessárias para avaliar a estrutura de capital adotada.

No entanto, balanços patrimoniais somente apresentam o valor contábil do patrimônio líquido da empresa, dado que o mesmo é apurado a partir das normas contábeis que vigoram no Brasil. Assim, como tal valor diverge do valor da companhia, em decorrência dos fatos descritos no capítulo **2.6**, também foi coletado informações do valor de mercado das empresas escolhidas entre os anos de 2010 e 2016, disponibilizadas pela BMF&BOVESPA, no último dia útil de cada ano. No caso de Magazine Luiza S.A., pelo fato da mesma ter realizado sua oferta pública de ações (IPO) somente em 2011, a empresa não possui valor de mercado em 2010.

As tabelas com o conteúdo relevante para o uso da metodologia anteriormente descrita se encontram nos ANEXO A e ANEXO B, contendo respectivamente os valores contábeis e os valores de mercado ao final de cada ano.

5 RESULTADOS

Primeiramente, na análise do uso de capital de terceiros de longo e de curto prazo no período de 2010 até 2016, se observou que houve um crescimento de ambos os tipos de financiamento, sendo o de longo prazo apresentando taxas maiores na comparação entre 2010 e 2016 e também entre 2013 e 2016. Ademais, nota-se que o aumento do montante total de financiamento da amostra cresceu desde os anos anteriores ao início da crise até 2015.

Tabela 1: Endividamento de curto e longo prazo da amostra observada no período de 2010 a 2016

	ANÁLISE DE FINANCIAMENTO						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Financiamento de curto prazo (R\$ mil)	5.795.027	7.737.715	7.413.843	7.864.330	9.864.282	8.054.655	8.119.629
<i>Crescimento</i>	-	33,5%	-4,2%	6,1%	25,4%	-18,3%	0,8%
Financiamento de longo prazo (R\$ mil)	16.352.343	18.837.270	21.287.513	22.729.511	21.020.997	27.602.907	23.923.154
<i>Crescimento</i>	-	15,2%	13,0%	6,8%	-7,5%	31,3%	-13,3%
Financiamento total (R\$ mil)	22.147.370	26.574.985	28.701.356	30.593.841	30.885.279	35.657.562	32.042.783
<i>Crescimento</i>	-	20,0%	8,0%	6,6%	1,0%	15,5%	-10,1%

Relativo ao comportamento de cada empresa, se verificou que todas, com exceção da Companhia de Distribuição Brasileira, aumentaram seus financiamentos totais de 2010 a 2016 priorizando um certo tipo. No caso de Marisa Lojas S.A., B2W Companhia Digital S.A. e Lojas Americanas S.A. o foco foi no aumento das dívidas de longo prazo, de modo que as demais foram no de curto prazo.

Referente ao patrimônio líquido das companhias, mesmo algumas empresas apresentando leves contrações durante o período considerado, todas apresentaram patamares maiores do seu valor contábil. Ao realizar o estudo da evolução do nível de endividamento das empresas, observou-se que na média houve uma preferência pelo uso de capital próprio frente o capital de terceiros, com destaque para a B2W Companhia Digital S.A. e a Companhia de Distribuição Brasileira.

Tabela 2: Estrutura de capital de cada empresa da amostra calculado a partir do valor contábil no período de 2010 a 2016.

Nível de endividamento (pelo Patrimônio líquido contábil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Marisa Lojas S.A.	48,2%	56,9%	46,0%	44,4%	52,1%	58,0%	50,1%
B2W Companhia Digital S.A.	90,4%	65,7%	74,2%	81,8%	39,6%	62,5%	59,8%
Lojas Americanas S.A.	88,8%	81,7%	84,5%	84,2%	73,0%	79,1%	79,1%
Lojas Renner S.A.	41,9%	45,0%	51,9%	55,0%	51,7%	45,6%	42,1%
Companhia de Distribuição Brasileira	56,3%	59,9%	56,9%	51,4%	48,7%	48,2%	38,8%
Magazine Luiza S.A.	96,5%	67,5%	74,5%	73,4%	75,3%	80,6%	82,3%
Guararapes Confecções S.A.	23,5%	25,6%	25,5%	23,3%	29,6%	34,2%	35,5%
Média	63,7%	57,5%	59,1%	59,1%	52,8%	58,3%	55,4%
Mediana	56,3%	59,9%	56,9%	55,0%	51,7%	58,0%	50,1%

No entanto, ao checarmos a evolução do valor de mercado da amostra, nota-se que ocorreu um crescimento expressivo do mesmo em 2012, quando a taxa de juros chegou ao patamar mais baixo durante o governo Dilma e economia ainda estava aquecida, favorecendo o consumo e, assim, o setor do varejo. Assim, o ano contrasta com o primeiro período de retração do PIB, já que em 2015 as políticas contractionistas passaram a vigorar, com o intuito de sanear as contas públicas.

Tabela 3: Evolução do valor de mercado da amostra no período de 2010 a 2016

Dados da amostra	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valor à mercado (R\$ mil)	48.735.043	45.290.966	69.876.364	63.841.122	69.609.365	50.494.965	61.848.956
Crescimento		-7,1%	54,3%	-8,6%	9,0%	-27,5%	22,5%

Em relação ao valor de mercado das companhias, somente a Lojas Renner S.A. Magazine Luiza S.A. e Lojas Americanas S.A. apresentaram ganhos no valor de mercado no comparativo entre o saldo de 2010 e 2016. Quando é comparado o ano de 2013 a 2016, inclui-se nesse grupo a B2W Companhia Digital S.A. Opostamente o valor de mercado de Lojas Marisa S.A. contraiu em 74,0%.

Nessa perspectiva, a estrutura de capital média da amostra apresentou uma flutuação superior quando comparada ao se utilizar o valor contábil, como era esperado. Nos anos anteriores à crise, percebe-se uma movimentação de aumento e redução do nível de endividamento por parte da maioria das empresas de forma conjunta, sendo que no ano de 2011 temos uma queda do valor de mercado da amostra em conjunto de uma expansão dos financiamentos obtidos. No ano posterior, em 2012, temos um movimento de crescimento do capital de terceiros e do capital próprio, porém em uma intensidade maior do segundo componente. Tal movimentação se estende até o final do período,

com destaque para o crescimento dos financiamentos de curto prazo e redução da dívida de longo prazo no ano de 2014, demonstrando a tomada de decisão dos agentes frente a incertezas da economia, além do crescimento do capital próprio na proporção.

Tabela 4: Estrutura de capital de cada empresa da amostra calculado a partir do valor de mercado no período de 2010 a 2016.

Nível de endividamento (pelo valor à mercado)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Marisa Lojas S.A.	14,2%	26,4%	12,9%	20,4%	31,8%	55,7%	45,5%
B2W Companhia Digital S.A.	37,2%	60,3%	51,2%	60,6%	26,1%	53,5%	56,7%
Lojas Americanas S.A.	28,8%	32,6%	26,1%	34,7%	30,1%	35,6%	35,5%
Lojas Renner S.A.	9,6%	13,7%	12,5%	19,2%	16,9%	15,1%	11,4%
Companhia de Distribuição Brasileira	40,7%	46,4%	38,0%	32,7%	34,5%	52,8%	35,4%
Magazine Luiza S.A.	-	42,0%	44,3%	57,7%	62,1%	87,0%	52,8%
Guararapes Confecções S.A.	10,8%	13,7%	10,7%	12,1%	21,7%	37,4%	35,1%
Média	26,1%	35,9%	28,1%	33,5%	27,9%	42,5%	36,9%
Mediana	14,2%	32,6%	26,1%	32,7%	30,1%	52,8%	35,5%

6 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

No que se refere a uma estrutura de capital ótima, foi possível notar que independente da ótica utilizada sobre o valor da companhia, as empresas do varejo brasileiro não convergem para uma estrutura de capital específica, visto a amplitude dos níveis de endividamento dentro da amostra. Quanto a variação das estruturas de capital no tempo, utilizando o valor contábil e de mercado, o que se observou é que há uma tendência de aumento seguida por uma de queda do nível de endividamento. De modo que ao entrar no cenário de crise a movimentação se mantém, entretanto, com uma intensidade maior, evidenciado pelo crescimento do nível de endividamento médio de 2014 para 2015. Tal flutuação nos períodos pode ser relacionada a teoria de Durand, uma vez que as firmas irão reduzir o nível de endividamento quando o custo marginal exceder o benefício marginal de se utilizar do capital de terceiros e aumentarão, caso contrário.

Ademais, dentre as empresas que lograram êxito em aumentar seu valor de mercado, ou seja, maximizar o preço das ações, são apresentadas estruturas de capital distintas. O percentual de financiamento médio no período apresentado pelas 4 empresas demonstra faixas de 15%, 30%, 50% e 60%, além da B2W Companhia Digital S.A. ter sido a única que optou por reduzir sua razão de dívida média entre 2014 e 2016.

Entretanto, nota-se que dentro do segmento do varejo de vestuário, nos períodos anteriores à crise as empresas mantiveram seus níveis de endividamento na média entre 10% e 20%. No entanto, ao se iniciar o período de crise, observa-se que a Lojas Renner S.A. se manteve dentro do intervalo pré-crise, enquanto a Marisa Lojas S.A. e a Guararapes Confecções S.A. elevaram o endividamento até o patamar de 30%.

No que tange os resultados encontrados nos estudos realizados por Fosberg (2012) e Iqbal e Kume (2014), nota-se que houve uma expansão das dívidas das companhias no período anterior até o durante da dívida, assim como foi apontado pelos autores. Contudo, provavelmente devido ao fato das políticas fiscais e monetárias expansionistas do governo Dilma, as companhias alcançaram resultados melhores e expandiram o valor do capital próprio, de modo que não foi gerado uma alteração clara das estruturas de capital.

Adicionalmente, de acordo com Alves e Francisco (2015), o nível de endividamento deveria se acelerar a partir do aumento dos financiamentos de curto prazo, sendo que foi o que se configurou no período de 2010 a 2014, corroborando com a tese dos autores.

Desta forma, levamos a crer que uma estrutura ótima de capital inexistente para o setor de varejo para períodos de crise e anteriores, visto a variabilidade das estruturas de capital apresentadas na Tabela 6. Conclui-se que cada empresa, a fim de maximizar o seu valor, definirá seu nível de endividamento conforme as características de seu ramo de negócio e de peculiaridades da sua própria operação, resultado em linha com autor Assaf Neto.²⁵

²⁵ ASSAF NETO, A., Finanças Corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003, p. 520-545.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ALVES, P.; FRANCISCO P. **The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises**, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 57, p. 129-146, 2015.

BACEN. **Histórico das taxas de juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 15 de nov. de 2017.

BACEN. **Cotações e boletins**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpsq.asp?id=txcotacao>>. Acesso em: 01 de nov. de 2017.

BAKER, M.; WURGLER, J. **Market Timing and Capital Structure**, *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BLOOM, N. **Fluctuations in Uncertainty**, *Journal of Economic Perspective* - v. 28, n. 2, p. 153-176, 2014.

BM&FBOVESPA. **Home page**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/>. Acesso em: 10 de set. 2017.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DURAND, D. **Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement**. NBER Books, p. 215-262, 1952. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>.

DURAND, D. **The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment**. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

FOSBERG, R. **Capital structure and the financial crisis**, *Journal of Finance and Accountancy*, v.11, p. 46-52, 2012.

IBGE, **IPCA – Series Históricas**. Disponível em: <https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultseriesHist.shtm>. Acesso em: 10 de nov. de 2017.

IBGE, **Produto Interno Bruto – Séries Históricas**. Disponível em: <<https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultent.shtm>>. Acesso em: 07 de nov. de 2017.

IBGE, **Pesquisa Mensal de Comércio – PMC**. Disponível em: <<https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/comercio/pmc/default.shtm>>.

Acesso em: 10 de nov. de 2017

IBGE, **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua**. Disponível em: <https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/trabalhoerendimento/pnad_continua/default.shtm>. Acesso em: 15 de nov. de 2017.

IQBAL, A.; KUME, O. **Impact of Financial Crisis on Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany**. *Multinational Finance Journal*, v.18, n. 3, p. 249-280, 2014.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Corporate income taxes and the cost of capital: correction**. *The American Economic Review* - v. 70, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. *The American Economic Review* - v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. **Determinants of Corporate Borrowing**. *Journal of Financial Economics* - v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

MYERS, S.; MAJLUF, N. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have**. *Journal of Financial Economics* - v. 13, n. 2, p.187-221, 1984.

PRATT, S.; GRABOWSKI, R. **Cost of Capital: Applications and Examples**, 3 ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc, 2008.

PWC, **O Setor de varejo e consumo no Brasil – Como enfrentar a crise**. 2016. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/produtos-consumo-varejo/2016/pwc-o-setor-varejo-brasil-16.pdf>>.

Acesso em: 14 de nov. 2017.

SOARES, I.; Moreira, J.; PINHO, C.; COUTO, J. **Decisões de Investimento Análise Financeira de Projetos**, 3 ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2012.

ANEXO A – Passivo circulante, Passivo não circulante e Patrimônio líquido das empresas que compõem a amostra

Marisa Lojas S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	982.640	741.096	605.604	690.746	876.015	830.820	725.588
Fornecedores	207.868	178.443	247.759	254.977	245.248	205.439	293.001
Fornecedores convênio	-	-	-	-	-	-	16.503
Empréstimos e financiamentos	509.802	297.455	89.671	106.697	369.759	364.017	110.247
Salários, provisões e contribuições sociais	43.784	40.982	57.803	55.929	59.543	67.860	75.641
Tributos a recolher	141.803	105.630	105.650	146.887	147.329	107.573	88.437
Partes relacionadas	4.731	4.770	6.381	5.915	6.047	6.026	6.673
Parcelamentos de tributos	8.552	13.723	-	-	-	-	-
Aluguéis a pagar	11.162	13.130	16.231	20.299	22.899	22.529	23.608
Instrumentos financeiros	13.623	31.576	21.435	20.306	12.132	-	31.582
Imposto de renda e contribuição social a pagar	-	-	-	-	-	4.765	3.406
Receita diferida	12.000	12.000	12.000	12.000	13.000	3.815	6.811
Outras obrigações	29.315	43.387	48.674	67.736	58	48.796	69.679
Passivo Não Circulante	255.607	833.738	796.038	777.839	885.318	882.470	906.825
Empréstimos e financiamentos	68.047	687.017	682.339	685.387	777.352	734.043	711.277
Provisão para litígios e demandas judiciais	61.125	53.350	54.699	45.452	54.716	96.696	163.881
Parcelamento de tributos	43.435	22.371	-	-	-	-	-
Receita diferida	83.000	71.000	59.000	47.000	53.250	51.731	31.667
Patrimônio Líquido	823.045	857.765	1.039.049	1.107.738	1.155.878	902.845	1.011.636
Capital social	651.106	651.106	660.159	661.493	661.493	899.597	899.597
Reservas de lucros	171.931	206.659	378.890	446.245	478.882	24.778	117.008
Reserva de capital	8	-	-	-	8.413	9.102	1.246
Ajustes de avaliação patrimonial	-	-	-	-	7.090	5.132	(6.215)
Prejuízos acumulados	-	-	-	-	-	(35.764)	-

B2W Companhia Digital S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	1.400.288	1.400.221	1.647.391	2.556.308	3.107.329	3.255.687	3.119.426
Obrigações sociais e trabalhistas	11.520	16.929	28.448	43.194	65.723	70.186	65.341
Fornecedores	794.052	702.339	960.175	1.879.664	2.145.347	2.200.722	2.107.960
Obrigações fiscais	8.935	10.590	13.114	19.260	34.640	64.985	73.652
Empréstimos e financiamentos	543.113	644.557	617.141	506.499	574.549	548.104	526.891
Outras obrigações	42.668	25.806	28.513	107.691	287.070	371.690	345.582
Passivo Não Circulante	1.572.970	1.535.617	2.170.343	3.227.495	1.448.179	3.952.786	4.043.921
Empréstimos e financiamentos	1.535.216	1.466.335	2.141.711	3.074.147	1.335.018	3.619.296	3.739.288
Outras obrigações	6.674	8.927	9.691	109.995	72.786	119.679	125.421
Provisões	31.080	60.355	18.941	43.353	40.375	213.811	179.212
Patrimônio Líquido	225.900	1.138.800	969.000	829.700	3.079.500	2.706.100	3.078.000
Capital social	182.500	1.182.500	1.182.500	1.199.000	3.605.300	3.636.000	4.483.000
Reserva de capital	7.800	-	1.700	5.700	12.700	27.700	38.900
Ajustes de avaliação patrimonial	600	900	-	(200)	(400)	(400)	(900)
Lucros (prejuízos) acumulados	35.000	(44.600)	(215.200)	(374.800)	(538.100)	(957.300)	(1.443.100)
Participação de não controladores	-	-	-	-	-	100	100

Lojas Americanas S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	4.444.963	4.566.877	4.905.705	5.480.314	6.547.473	7.611.613	7.472.811
Obrigações sociais e trabalhistas	42.709	55.115	76.593	99.436	124.200	138.055	113.361
Fornecedores	2.355.521	2.369.740	2.920.066	3.953.213	4.628.643	5.316.533	4.546.482
Obrigações fiscais	224.645	194.771	260.194	234.897	236.911	268.932	306.858
Empréstimos e financiamentos	1.363.508	1.433.457	1.360.086	747.650	966.353	1.217.097	1.759.786
Outras obrigações	87.679	96.185	117.896	134.396	226.230	140.364	151.236
Provisões	370.901	417.609	170.870	310.722	365.136	530.632	595.088
Passivo Não Circulante	3.000.978	3.734.035	5.006.597	7.169.555	7.262.278	9.939.239	10.148.048
Empréstimos e financiamentos	2.779.793	3.563.254	4.892.209	6.945.688	7.049.027	9.514.223	9.848.732
Outras obrigações	109.231	41.352	17.299	11.038	20.926	64.577	27.646
Tributos diferidos	-	-	5.021	30.023	34.771	54.509	-
Provisões	111.954	129.429	92.068	182.806	157.554	305.930	271.670
Patrimônio Líquido	550.678	1.157.115	1.167.992	1.488.484	3.048.280	2.943.605	3.155.132
Capital social	285.054	310.554	526.514	548.848	868.972	898.655	1.441.673
Reservas de capital	(143.133)	(142.840)	(315.492)	(311.931)	(179.970)	(185.934)	46.142
Reservas de lucros	308.350	518.564	595.395	936.599	988.445	1.014.338	482.214
Ajustes de avaliação patrimonial	707	2.899	1.742	1.591	1.460	15.285	20.427
Outros resultados não abrangentes	1.694	-	-	-	-	-	-
Participação dos acionistas não controladores	98.006	467.938	359.833	313.377	1.369.373	1.201.261	1.164.676

Lojas Renner S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	977.575	1.060.427	1.725.576	1.932.589	2.034.706	2.319.127	2.917.751
Obrigações sociais e trabalhistas	72.108	67.001	103.317	101.944	142.014	174.704	179.470
Fornecedores	318.285	418.926	456.848	471.384	561.480	553.453	679.721
Obrigações fiscais	146.674	211.273	244.089	254.898	320.583	342.976	404.760
Empréstimos e financiamentos	279.426	177.972	670.248	735.599	556.059	706.589	996.171
Outras obrigações	143.501	166.131	232.315	351.271	430.572	511.539	623.973
Provisões	17.581	19.124	18.759	17.493	23.998	29.866	33.656
Passivo Não Circulante	457.132	768.079	739.133	1.089.682	1.428.910	1.233.696	920.665
Empréstimos e financiamentos	377.076	671.151	645.159	1.046.846	1.395.469	1.196.423	879.749
Outras obrigações	36.642	49.642	18.080	10.564	7.182	2.425	3.560
Provisões	43.414	47.286	75.894	32.272	26.259	34.848	37.356
Patrimônio Líquido	1.021.308	1.154.998	1.305.683	1.493.253	1.855.268	2.310.896	2.676.796
Capital social	408.734	421.683	461.595	719.735	750.853	1.136.124	1.178.368
Ações em tesouraria	-	-	-	-	-	(6.016)	(19.021)
Reservas de capital	173.570	191.642	207.768	220.907	245.860	272.291	298.289
Reservas de lucros	441.614	539.533	637.061	547.794	839.257	844.271	1.216.985
Ajustes de avaliação patrimonial	(2.610)	2.140	(741)	4.817	19.298	64.226	(37.825)

Companhia Brasileira de Distribuição (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	10.923.437	13.501.202	13.955.393	17.010.000	23.848.000	25.273.000	27.582.000
Obrigações sociais e trabalhistas	589.186	758.663	728.970	796.000	864.000	1.023.000	614.000
Fornecedores	5.368.738	6.278.757	6.803.240	8.547.000	13.322.000	15.508.000	7.232.000
Obrigações fiscais	298.853	332.416	650.761	969.000	867.000	830.000	254.000
Empréstimos e financiamentos	2.915.116	4.917.498	4.211.150	5.172.000	6.594.000	3.814.000	2.957.000
Outras obrigações	1.745.172	1.200.911	1.536.722	1.505.000	2.200.000	4.092.000	889.000
Provisões	6.372	12.957	24.550	21.000	1.000	6.000	4.000
Passivos sobre ativos não-correntes a venda e des.	-	-	-	-	-	-	15.632.000
Passivo Não Circulante	9.348.234	10.173.377	10.372.890	8.285.000	7.170.000	8.616.000	5.038.000
Empréstimos e financiamentos	5.591.936	6.240.900	6.281.104	4.323.000	3.134.000	4.164.000	2.912.000
Outras obrigações	1.730.508	1.756.075	1.708.384	1.298.000	725.000	649.000	608.000
Tributos diferidos	1.028.986	1.114.873	1.137.376	1.061.000	1.133.000	1.184.000	317.000
Provisões	809.337	680.123	774.361	1.147.000	1.344.000	1.396.000	1.177.000
Lucros e receitas a apropriar	187.467	381.406	471.665	456.000	834.000	1.223.000	24.000
Patrimônio Líquido	9.500.592	10.094.425	11.067.951	12.712.000	14.482.000	13.352.000	12.597.000
Capital social	5.579.259	6.129.405	6.710.035	6.764.000	6.792.000	6.806.000	6.811.000
Reserva de capital	463.148	384.342	228.459	233.000	282.000	302.000	331.000
Reservas de lucros	980.915	1.111.526	1.556.231	2.486.000	3.505.000	3.333.000	2.718.000
Outros resultados abrangentes	-	-	-	-	1.000	(87.000)	-
Participação dos acionistas não controladores	2.477.270	2.469.152	2.573.226	3.229.000	3.902.000	2.998.000	2.737.000

Magazine Luiza S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	2.685.908	1.723.954	2.007.861	2.527.591	2.831.448	2.874.782	3.672.426
Obrigações sociais e trabalhistas	116.525	121.211	138.255	166.585	167.423	153.903	188.390
Fornecedores	1.140.724	1.266.708	1.326.310	1.651.543	1.789.898	1.894.157	2.364.959
Obrigações fiscais	39.438	34.631	47.800	41.664	44.595	30.605	40.132
Empréstimos e financiamentos	108.758	129.671	317.198	425.227	591.443	568.350	838.016
Outras obrigações	1.280.463	171.733	178.298	242.572	238.089	227.767	240.929
Passivo Não Circulante	1.194.436	1.159.325	1.483.891	1.491.702	1.704.122	2.051.543	1.806.594
Empréstimos e financiamentos	666.115	581.664	918.766	895.053	1.120.184	1.254.960	1.010.760
Outras obrigações	332.555	11.327	2.405	1.543	2.381	2.261	2.553
Tributos diferidos	13.746	10.693	-	-	-	-	-
Provisões	182.020	167.176	187.553	245.882	265.691	243.412	284.126
Lucros e receitas a apropriar	-	388.465	375.167	349.224	315.866	550.910	509.155
Patrimônio Líquido	47.436	620.945	615.992	694.611	754.467	628.843	568.399
Capital social	43.000	606.505	606.505	606.505	606.505	606.505	606.505
Reservas de capital	-	-	2.820	(14.423)	(10.092)	4.993	(9.699)
Reservas de lucros	4.436	14.440	6.586	104.173	159.316	16.143	23.578
Lucros/prejuízos acumulados	-	-	-	-	-	-	(50.357)
Outros resultados abrangentes	-	-	81	(1.644)	(1.262)	1.202	(1.628)

Guararapes Confeccões S.A. (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Passivo Circulante	696.700	821.986	995.122	1.240.928	1.643.301	2.715.554	3.045.311
Obrigações sociais e trabalhistas	83.203	134.760	150.452	180.055	226.067	212.142	253.696
Fornecedores	208.527	222.116	227.777	244.427	256.775	502.447	453.884
Obrigações fiscais	181.610	133.523	178.084	229.519	286.630	333.713	340.306
Empréstimos e financiamentos	75.304	137.105	148.349	170.658	212.119	836.498	931.518
Outras obrigações	148.056	194.482	290.460	416.269	661.710	830.754	1.065.907
Passivo Não Circulante	522.986	633.099	718.621	688.238	1.122.190	927.173	1.059.101
Empréstimos e financiamentos	318.726	426.025	476.268	406.672	790.739	581.579	659.124
Outras obrigações	26.562	69.384	112.123	137.876	162.818	177.909	223.792
Tributos diferidos	95.848	78.233	73.974	70.181	64.961	63.030	-
Provisões	81.850	59.457	56.256	73.509	103.672	104.655	176.185
Patrimônio Líquido	1.949.478	2.238.348	2.526.929	2.829.123	3.175.773	3.390.108	3.616.350
Capital social	1.500.000	1.700.000	2.000.000	2.300.000	2.600.000	2.900.000	3.100.000
Reservas de lucros	272.765	366.158	362.133	368.729	419.862	338.629	369.596
Ajustes pela avaliação patrimonial	176.713	172.190	164.796	160.394	155.911	151.479	146.754

ANEXO B – Valor de mercado das empresas que compõem a amostra

Marisa Lojas S.A.	
Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	4.643.308
30/12/2011	3.155.825
31/12/2012	6.003.450
31/12/2013	3.450.909
31/12/2014	2.690.225
31/12/2015	989.817
30/12/2016	1.216.353

B2W Companhia Digital S.A.	
Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	3.577.231
30/12/2011	1.438.347
31/12/2012	2.661.119
31/12/2013	2.427.918
31/12/2014	5.730.192
31/12/2015	3.918.959
30/12/2016	3.493.128

Lojas Americanas S.A.	
Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	10.789.903
30/12/2011	10.668.673
31/12/2012	17.997.898
31/12/2013	14.875.322
31/12/2014	19.078.696
31/12/2015	20.179.756
30/12/2016	21.622.909

Lojas Renner S.A.	
Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	6.900.489
30/12/2011	5.945.769
31/12/2012	9.902.565
31/12/2013	7.679.587
31/12/2014	9.741.862
31/12/2015	10.944.707
30/12/2016	14.911.067

Companhia Brasileira de Distribuição

Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	17.857.384
30/12/2011	17.435.994
31/12/2012	23.829.175
31/12/2013	27.743.753
31/12/2014	26.164.892
31/12/2015	11.122.193
30/12/2016	14.567.657

Magazine Luiza S.A.

Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	-
30/12/2011	1.779.158
31/12/2012	2.265.908
31/12/2013	1.408.033
31/12/2014	1.399.322
31/12/2015	392.694
30/12/2016	2.362.169

Guararapes Confeções S.A.

Data	Valor de mercado (R\$ mil)
31/12/2010	4.966.728
30/12/2011	4.867.200
31/12/2012	7.216.248
31/12/2013	6.255.600
31/12/2014	4.804.176
31/12/2015	2.946.840
30/12/2016	3.675.672