

UMA ANÁLISE DO IMPACTO DO ENDIVIDAMENTO NA ESTRUTURA DE CAPITAL DO GRUPO GUARARAPES CONFECÇÕES S/A: ESTUDO DE CASO NO PERÍODO DE 2009 A 2010

Fábio Chaves Nobre

Mestre em Economia. Professor da Universidade
Potiguar. E-mail: fabiocnobre@uol.com.br

Rummeling Júnior Alves Nunes

Bacharel em Administração de empresas pela UnP - Universidade
Potiguar, Campus Mossoró - RN. E-mail: rujunior1@hotmail.com

Selina Costa Bessa Chaves

Bacharel em Administração de empresas pela UnP - Universidade
Potiguar, Campus Mossoró - RN. E-mail: selinabessa@hotmail.com

Envio em: Agosto de 2013

Aceite em: Fevereiro de 2014

Resumo: A presente pesquisa foi desenvolvida com o intuito de analisar o impacto do endividamento da estrutura de capital do grupo Guararapes Confecções S/A, compreendida no período de 2009 a 2010, procurando evidenciar os indicadores de endividamento e rentabilidade advindos dos planos de ações de Marketing que influenciaram nas decisões da estrutura de capital do grupo no período estudado. A estrutura de capital é um tema bastante complexo nas tomadas de decisões financeiras no mundo corporativo, pois seu caráter diz respeito à origem dos financiamentos das operações empresariais, a qual ela está incluída nas discussões relativas à perenidade da empresa no mercado. Para atender ao propósito deste estudo, adotaram-se os seguintes critérios metodológicos: a pesquisa bibliográfica, a pesquisa descritiva, a pesquisa documental, além de um estudo de caso. Pelos resultados obtidos, verificou-se que, no âmbito geral, o grupo Guararapes formulou inúmeras estratégias de Marketing, investiu fortemente em suas operações, implantação de tecnologia e a expansão e remodelação da sua controlada, a lojas Riachuelo. Entretanto, foi a partir do terceiro período de 2009 que o grupo fez uso de um empréstimo de valor de R\$ 442,7 milhões relativos aos exercícios dos anos de 2008, 2009 e 2010. Assim, essa linha de crédito evoluiu de modo bastante significativo a estrutura de capital da Guararapes e, como consequência, aumentou o valor da empresa no mercado acionário.

Palavras-chaves: Estrutura de capital. Alavancagem. Valor da empresa.

AN ANALYSIS OF THE IMPACT OF DEBT IN CAPITAL STRUCTURE OF GUARARAPES GROUP: A CASE STUDY IN THE PERIOD 2009 TO 2010

Abstract: This research was developed in order to analyze the impact of debt capital structure of the Guararapes Clothing S/A Group, included in the period 2006 to 2010, it intend to show debt ratios and profitability arising out of action plans to Marketing influence the decisions of the capital structure of the group during the studied period. The capital structure is a complex rather issue in making financial decisions in the corporate world, because its features concern the source of

financing of business, which it is included in discussions on the sustainability of their market. To meet the purpose of this study we adopted the following methodological criteria: bibliographic research, descriptive research, documentary research and a case study as the most relevant to provide an expansion on the horizon of the research. From the results, it was found that, in general, the group made numerous Guararapes marketing strategies, invested heavily in their operations, technology deployment and expansion and remodeling of its subsidiary, Riachuelo stores. However, it was from the third quarter of 2009 that group made use of a loan value of \$ 442.7 million for the financial year of 2008, 2009 and 2010. Thus, this line of credit has evolved significantly the capital structure of Guararapes and, consequently, increased the company's value in the stock market.

Keywords: Capital structure. Leverage. Value of the company.

1. INTRODUÇÃO

Atualmente, o cenário empresarial está inserido em um ambiente mutante, originado de transformações panorâmicas social, cultural, financeiro, econômico, político e tecnológico, decorrentes do advento da globalização no mundo dos negócios. Esses acontecimentos geraram uma grande preocupação para os gestores da organização, pois para acompanhar esse fluxo de mudanças, tiveram que repensar no seu modo de atuar, procurando mecanismos cada vez mais eficazes para enfrentarem o grande mercado competitivo existente e garantirem a continuidade das suas atividades operacionais. Esses eventos tiveram como efeito uma série de transformações no fluxo de recursos do mercado financeiro, ao qual gerir uma empresa se tornou um desafio crescente.

Pelo exposto, a estrutura de capital está incluída como sendo um dos principais temas da área de finanças corporativas, pois ela está relacionada às principais questões na tomada de decisão relativa à permanência da empresa no mercado. Esse é um assunto que gera vários estudos sobre a busca do endividamento perfeito ou ideal. Assim, há controvérsias sobre este argumento. A estrutura de capital é uma questão que tem gerado opiniões divergentes. Nesse sentido, faz-se necessário a argumentação das seguintes hipóteses:

A elevação do endividamento aumenta a rentabilidade da empresa;

A estrutura de capital da empresa se dá em função dos recursos internos e depois externos (teoria de Pecking Order).

A estrutura de capital é um tema bastante complexo nas tomadas de decisões financeiras, pois seu caráter diz respeito à origem dos financiamentos das operações de uma empresa. Esses financiamentos podem ser oriundos de capital próprio e de capital de terceiros. Duas grandes correntes teóricas são polarizadas no estudo de estrutura de capital devido as suas contribuições que envolvem o tema: a teoria tradicional ou convencional, advogada principalmente por David Durand (1952) e a teoria proposta por Franco Modigliani e Merton Howard Miller (1958), que ficou conhecida na teoria de finanças como a teoria de M&M. Entretanto, vale ressaltar que nenhuma dessas abordagens tem considerado consistência nos custos associados à adequação da estrutura de capital como fator determinante para a decisão a respeito da estrutura de capital da empresa. Junqueira et al. (2010, p. 24) comenta que elas "São estabelecidas, contudo, significativas associações entre alavancagem financeira e nível de investimento." Assim, esta pesquisa também abordará os conceitos de alavancagem e seus graus, devido as empresas optarem pelo nível de alavancagem ao qual é medido para fins estratégicos.

Em suma, a alavancagem poderá produzir efeitos positivo ou negativos sobre o patrimônio líquido da empresa. Por isso, a estrutura de capital que gera lucros para os proprietários da empresa deve atribuir uma maior atenção ao retorno e ao risco ao qual é incorrida e, assim, procurar um nível de endividamento ideal para gerar riquezas. Este nível é conhecido como o ponto que a empresa atingiu a sua estrutura ótima de capital. Desta forma, o problema de pesquisa é responder a seguinte pergunta: Quais as alternativas de estrutura de capital viáveis que o gestor financeiro do grupo Guararapes Confeções S/A utilizou para maximizar o valor da organização no mercado no decorrer do período de 2009 a 2010? Pelo exposto, esta pesquisa tem por objetivo analisar o impacto do endividamento na estrutura de capital do grupo Guararapes Confeções S/A, no período compreendido entre 2009 a 2010.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. ESTRUTURA DE CAPITAL

O atual panorama empresarial, reflexo das mudanças da globalização desde o início da década de 90, gerou um cenário incerto com um rápido avanço tecnológico e transformações sociais, políticas e econômicas, onde o mercado se tornou mais complexo, competitivo e orientado para a qualidade e a satisfação das necessidades do cliente que está, cada vez mais, seletivo e exigente. Essas novas exigências impuseram às organizações a necessidade de buscarem, incessantemente, pela minimização dos custos, maximização dos lucros e encontrarem alternativas que possibilitem a adequação, a evolução e até mesmo a sobrevivência no mercado (VIEIRA, 2008). Nessa lógica, a estrutura de capital é um dos temas centrais na teoria de finanças corporativas, pois seu caráter geral, diz respeito às decisões relativas à perenidade das organizações.

2.2. ESTRUTURA DE CAPITAL ÓTIMA

A busca pela estrutura de capital ótima para as empresas é um assunto bastante complexo e instigante, e tem gerado vários estudos sobre o endividamento ideal, cujos resultados foram bastante proveitosos. Houve estudos contraditórios a respeito da estrutura de capital. “Alguns estudiosos argumentavam que as mudanças na estrutura de capital não afetam o custo de capital e outros sustentam justamente o contrário” (BATISTA, et al., 2005, p. 2277). É o caso de M&M, em 1958, que afirmaram em seus estudos que, num mundo hipotético sem juros de imposto de renda e sem ocorrer a falência, mudanças na estrutura de capital não alteram o valor de uma empresa devido à utilização de recursos financeiros serem compensatórios por estarem mais baratos, pelo o aumento da ação ordinária.

Logo depois de muitas contestações nas suas teorias restritivas das hipóteses subjacentes do seu modelo, em 1963, M&M o aperfeiçoou introduzindo a taxa de imposto de renda e o conceito de risco de insolvência. Assim, eles admitiram que a alavancagem financeira, até determinado momento, gera uma taxa menor de desconto em um maior valor para a empresa.

De acordo com Machado (2009, p. 17), “Uma visão comum na teoria de finanças é que o valor de uma empresa é maximizado quando o seu respectivo custo de capital é minimiza-

do.” Definindo o valor de uma empresa (V) e se utilizando de um modelo de avaliação com um crescimento zero, é escrita à equação a seguir:

$$V = \frac{\text{LAJIR} \times (1 - T)}{r_a} = \frac{\text{NOPAT}}{r_a} \quad (1)$$

Onde:

V = valor da empresa

T = taxa do imposto de renda

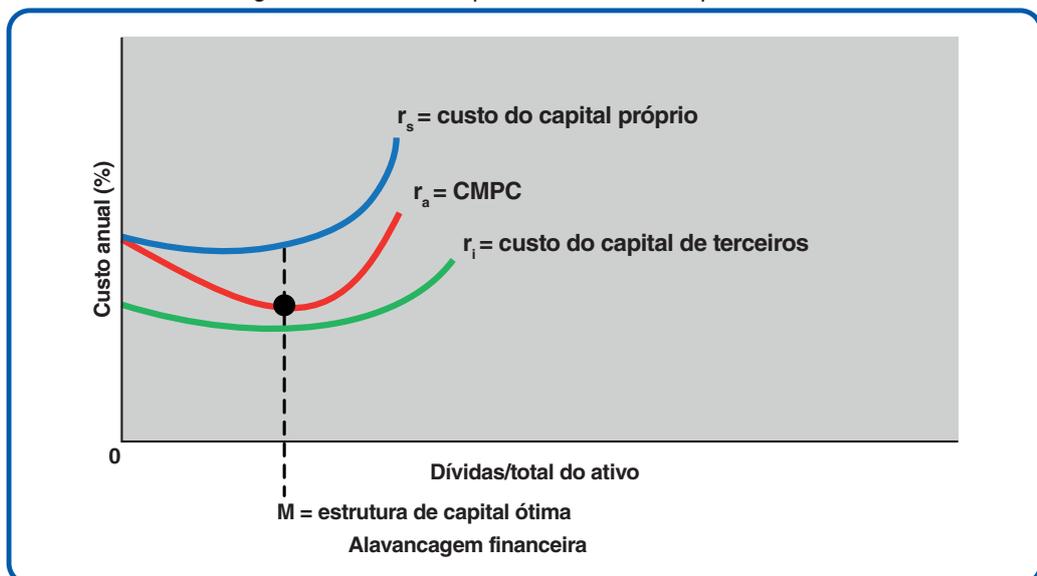
r_a = custo médio ponderado de capital

NOPAT = lucro operacional, depois do imposto de renda, que é o lucro operacional líquido disponível para pagamento aos credores e acionistas, em inglês: *Net Operating Profit After Tax*.

Ao admitir que o LAJIR é constante, conseqüentemente, o valor da empresa (V) é maximizado com a minimização do custo médio ponderado de capital (r_a). Então, Brigham & Houston (1999, p. 461) afirmam que “[...] a estrutura ótima de capital é aquela que maximiza o preço das ações da empresa, a qual geralmente requer um índice de endividamento mais baixo que aquele que maximiza o LPA esperado.”

Segundo Machado (2009) e Gitman (2010), existem três funções de custo que estão expressas como função da alavancagem financeira medida por um índice de endividamento (empréstimos sobre os ativos totais). São as funções: o custo do capital de terceiros (r_i), o custo de capital próprio (r_s) e o custo médio ponderado de capital (CMPC). Estas três funções de custos são verificadas na figura 1 a seguir:

Figura 1: Custos de capital e estrutura de capital ótima.



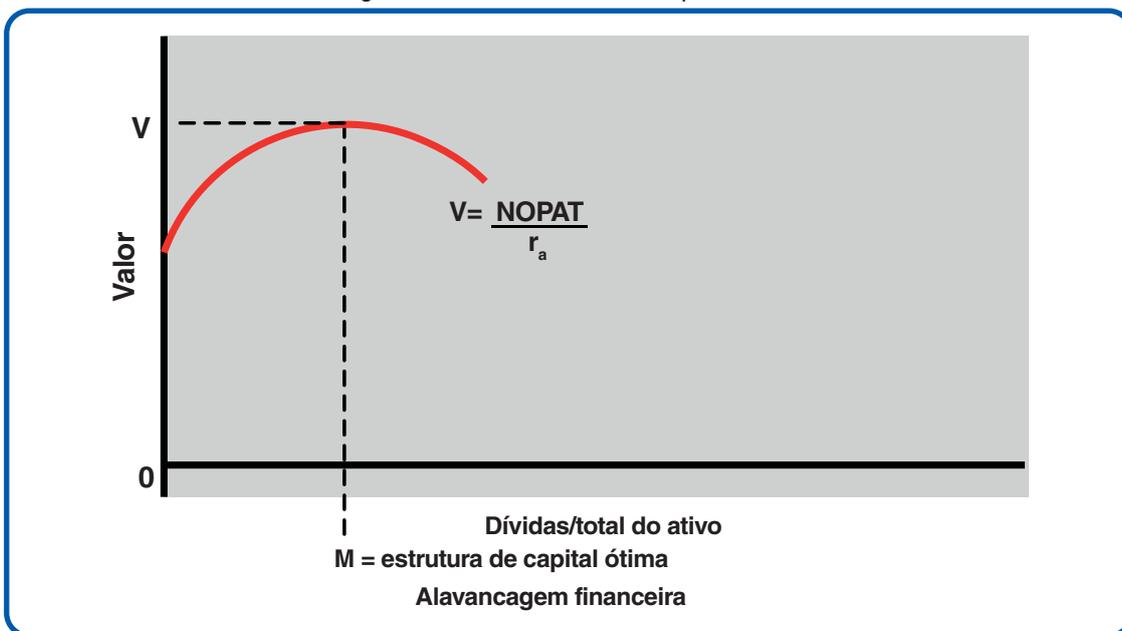
Fonte: Adaptado de Gitman (2010, p. 492).

O CMPC é resultante do custo de capital de terceiros (r_i) e do custo de capital próprio (r_s) da empresa. Conforme é visualizado na figura 1, no momento em que uma empresa troca o capital próprio (r_s) por capital de terceiros (r_i), o custo médio ponderado de capital (CMPC)

diminui devido ao custo de capital de terceiros ser menor que o custo de capital próprio ($r_i < r_s$). Conforme o crescimento do índice de endividamento, os custos de capital de terceiros e do capital próprio utilizados pela empresa aumentam, ao qual, conseqüentemente, origina um aumento do r_a , conforme é visualizado na figura 1, depois do ponto M. Sob a visualização em forma de U, esse aumento deriva em uma função de custo médio ponderado de capital.

O custo de capital de terceiros (r_i) aumenta de forma lenta (devido ao seu benefício fiscal) com a alavancagem que é a favor para os credores em forma dos seus pagamentos pelo risco crescente incorrido na empresa. Já o custo de capital próprio (r_s) aumenta de forma mais rápida com a alavancagem financeira, devido a ele ser mais oneroso do que o capital de terceiros. Gitman (2010, p. 492) corrobora que “O custo de capital próprio aumenta porque os acionistas exigem maior retorno à medida que a alavancagem aumenta, para compensar o grau mais elevado de risco financeiro.” Logo, a estrutura ótima de capital é atingida quando a maximização do valor (V) e quando o custo médio ponderado de capital (r_a) está em seu nível mínimo. A seguir, será evidenciado graficamente esse comportamento para um melhor entendimento na figura 2:

Figura 2: Valor e estrutura de capital ótima.



Fonte: Adaptado de Gitman (2010, p. 492).

Como é demonstrado na figura 2, o ponto M é exatamente o nível do custo médio ponderado de capital mínimo, ou seja, o ponto em que o volume ideal de endividamento ou utilização de capital de terceiros provocou uma alavancagem financeira ótima e, conseqüentemente, a estrutura de capital ótima da empresa.

Em suma, quanto mais o custo médio ponderado de capital da empresa diminuir, maior será o abatimento ou desconto entre o custo de um projeto e o seu retorno, em outras palavras, a minimização do custo médio ponderado de capital propicia um retorno maior para os proprietários da empresa, pelo risco em que estão incorridos, fazendo com que a sua administração opte por um número maior de projetos lucrativos, ocasionando uma maximização no valor de mercado da empresa. De forma realista, não



existe uma forma prática para calcular a estrutura ótima de capital, pois há inúmeros fatores, com suas respectivas causas distintas, que incorrem nas decisões de estrutura de capital (MACHADO, 2009).

Isso acontece devido à estrutura de capital se comportar de forma dinâmica, conforme foi supracitado, e não se acomodar em um único ponto, pois existem fatores, tanto internos quanto externos, que influenciam na tomada de decisão a respeito da melhor estrutura de capital que se adéque à realidade operacional da empresa. Alguns desses fatores são descritos na tabela 1 a seguir:

Tabela 1: Fatores importantes a serem considerados na tomada de decisões sobre a estrutura de capital.

| Preocupação | Fator | Descrição |
|------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Risco econômico | Estabilidade da receita | Empresas com receitas estáveis e previsíveis podem adotar com maior segurança estruturas de capital altamente alavancadas do que outras cujos padrões de receita de vendas sejam mais voláteis. Empresas com vendas crescentes tendem a se beneficiar do acréscimo de dívidas, colhendo os benefícios da alavancagem financeira, que amplifica o efeito desse crescimento. |
| | Fluxo de caixa | Ao considerar uma nova estrutura de capital a empresa deve concentrar-se em sua capacidade de gerar os fluxos de caixa necessários para atender as suas obrigações. Qualquer alteração da estrutura de capital deve encontrar respaldo em projeções de caixa que reflitam a capacidade de serviço da dívida (e das ações preferenciais). |
| Custos de agency | Obrigações contratuais | A empresa pode estar contratualmente limitada quanto aos tipos de fundos que é capaz de levantar. Por exemplo, ela pode estar proibida de emitir mais dívidas, a menos que os direitos dos titulares dessa dívida sejam subordinados aos dos titulares existentes. Também pode haver restrições contratuais à venda de novas ações e a capacidade de distribuição de dividendos. |
| | Preferências da administração | Em alguns casos, a empresa impõe uma restrição interna ao uso de dívidas para limitar sua exposição ao risco a um nível tido como aceitável pela administração da empresa. Em outras palavras, por causa da aversão ao risco, a administração da empresa restringe sua estrutura de capital a limites que podem ou não representar o ótimo verdadeiro. |
| | Controle | Uma equipe de administração que esteja preocupada com o controle pode preferir emitir dívidas em vez de ações ordinárias (votantes). Sob condições favoráveis de mercado, uma empresa que queira vender ações, pode fazer uma oferta preventiva ou emitir ações sem direito a voto, permitindo que cada acionista mantenha sua participação proporcional. De modo geral, é só em empresas de capital fechado ou ameaçadas por aquisição hostil que o controle torna-se uma preocupação significativa nas decisões quanto à estrutura de capital. |

| | | |
|------------------------|----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Informação assimétrica | Avaliação externa do risco | A capacidade da empresa para levantar fundos rapidamente e a taxas favoráveis depende das avaliações externas realizadas pelos credores e pelos responsáveis pelos rating de obrigações. Deve-se considerar o impacto das decisões de estrutura de capital tanto sobre o valor da ação quanto sobre as demonstrações financeiras obrigatórias com base nas quais credores e agências de rating avaliam o risco da empresa. |
| | Oportunidade | Às vezes quando as taxas de juros estão baixas, o financiamento com capitais de terceiros pode ser mais atraente; quando elevadas, a venda de ações pode ser mais interessantes. Às vezes é impossível obter dívidas, ou capital próprio, sob condições aceitáveis. As condições econômicas gerais – especialmente as do mercado de capitais – podem, portanto, afetar de forma significativa as decisões de estrutura de capital. |

Fonte: Gitman (2010, p. 499).

Vale salientar que, a estrutura que proporciona a maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, gerar riquezas a seus proprietários, deve incluir o binômio risco e retorno e, assim, encontrar o nível de retorno que deve atingir para gerar riquezas pelo risco ao qual é incorrida à empresa.

3. METODOLOGIA

3.1. TIPO DE PESQUISA

Para atender ao propósito deste estudo de identificar o impacto do endividamento na estrutura de capital do grupo Guararapes Confeções S/A, no período de 2009 a 2010, adotaram-se os seguintes critérios metodológicos: pesquisa bibliográfica, pesquisa descritiva, pesquisa documental e um estudo de caso como sendo as mais relevantes para constituir um arcabouço conceitual e, assim, proporcionar uma ampliação no horizonte da investigação.

Quanto à abordagem do problema, a metodologia empregada foi a pesquisa quantitativa. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 5), o enfoque quantitativo utiliza a coleta e a análise dos dados “[...] para responder às questões de pesquisa e testar as hipóteses estabelecidas previamente, e confia na medição numérica, na contagem e frequentemente no uso de estatística para estabelecer com exatidão os padrões de comportamento [...]”. Logo, a utilização desse método neste estudo seleciona uma ideia, que transforma em uma ou várias questões relevantes da pesquisa, com a finalidade de medir com precisão as variáveis abordadas.

3.2. ESTUDO DE CASO

O estudo de caso tem como finalidade buscar descobrir algo com observação minuciosa de certo indivíduo ou população. Assim sendo, Gil (2010, p. 37) corrobora que esta pesquisa “Consiste no estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento [...]” Nesta ótica de pensamento, esta

pesquisa é configurada no estudo de caso do grupo Guararapes Confeções S/A, compreendido no período entre 2009 a 2010, com vista a estudar a sua conjuntura financeira e procurar detalhar os indicadores de endividamento e rentabilidade causados pelos planos de ações do Marketing, como também as suas causas e efeitos, que influenciaram na tomada de decisão em relação à escolha da melhor estrutura de capital para a empresa no período abordado.

3.3. TRATAMENTO DOS DADOS

Em primeira instância, foi feita uma coleta e seleção dos dados sob a forma de resultados trimestrais em que estão contidos neles os balanços patrimoniais (BP) e demonstração do resultado do exercício (DRE's), oriundos do site do grupo Guararapes S/A (www.riachuelo.com.br), no período compreendido entre 2009 a 2010. Depois, foram feitos os cálculos dos graus da alavancagem, tanto operacional quanto financeira. Por fim, foi calculado o valor da estrutura ótima de capital. Em seguida, esses dados foram tratados numa planilha do software da Microsoft Office Excel.

Na fase da análise, procurou-se identificar quais ações de Marketing foram feitas, no decorrer do período, para um melhor detalhamento das soluções encontradas para propiciar um aumento substancial na rentabilidade do grupo Guararapes Confeções S/A, através da utilização de endividamento junto aos credores ou não. Assim, respaldados com esses resultados, a fase interpretativa deste estudo foi realizada com o intuito de procurar descrever a real situação financeira da empresa no período supracitado, baseando-se nos objetivos e no tema da pesquisa. Nesse sentido, Andrade (2001) advoga que a interpretação procura um sentido mais amplo nas respostas, pois ela estabelece uma rede de ligações entre os resultados da pesquisa, visando à comprovação das afirmações antes de serem aceitas como fato.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Visando buscar respostas para os problemas propostos, inicia-se esta análise com a organização, classificação e tabulação dos dados que foram extraídos dos BP's e DRE's do grupo Guararapes Confeções S/A, compreendidos entre o período de 2006 a 2010, sendo que o grupo se utiliza dos seus resultados trimestralmente no decorrer de cada ano subsequente, pois estes estão disponíveis no site do grupo Guararapes (www.riachuelo.com.br/ir/).

4.1. ANÁLISE DO GRAU DE ALAVANCAGEM OPERACIONAL (GAO)

A tabela 2 demonstra que no ano de 2009, três de seus quatro trimestres foram alavancados operacionalmente. Todavia, o resultado obtido no terceiro período de 2009 (3T09) alcançou um resultado negativo em seu GAO, com o valor de -1,76, ou seja, o valor do seu GAO foi menor que 1 ($GAO < 1$)

Tabela 2: Resultados trimestrais do GAO do grupo Guararapes Confecções S/A do ano de 2009.

| Trimestres | GAO | 2009 |
|------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1T09 | 2,06 | Investimento do grupo totalizaram R\$ 900 mil; |
| 2T09 | 5,98 | Relançamento da marca Pool no dia dos namorados; Aquisição de novos equipamentos expositores; Investimentos na inauguração do 3º piso do Shopping Midway Mall; Inauguração de três novas lojas; |
| 3T09 | -1,76 | Concentração dos esforços do grupo na divulgação da nova estratégia de marketing e por isso não fez investimentos em tecnologias para as suas operações; |
| 4T09 | 2,16 | Investimentos na nova coleção exclusiva desenvolvida e assinada por Ivete Sangalo; Implementação do módulo do sistema de gestão da Oracle. |

Fonte: Próprios autores, 2012.

Esse fato foi devido esse terceiro período ser caracterizado pela chegada, a partir de agosto, dos produtos com as tendências da coleção primavera/verão e, assim, o grupo concentra os seus esforços na divulgação da nova estratégia de Marketing e não fazendo muitos investimentos em tecnologias para as suas operações, pois já foram feitos nos trimestres passados. Com o portfólio de marcas próprias cada vez mais sólidas, um mix de produtos foi formado de acordo com o posicionamento das mesmas. Tal estratégia viabilizou o trabalho de mais de uma tendência no lançamento da coleção com o objetivo de manter a diversidade de produtos e de temas e, assim conquistar clientes com diferentes estilos. Além de impulsionar as vendas, a nova estratégia de marketing trouxe a Riachuelo da quinta para a segunda colocação do “TOP OF MIND 2009”.

Tabela 3: Resultados trimestrais do GAO do grupo Guararapes Confecções S/A do ano de 2010.

| Trimestres | GAO | 2010 |
|------------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1T10 | 1,41 | Aquisição do programa SAS no valor de R\$ 1,6 milhão; |
| 2T10 | 1,12 | Implementação do programa SAS para o aprimoramento dos sistemas de Behavior Score e Credit Score; Investimento em tecnologia de ponta no valor de R\$ 4,9 milhões; |
| 3T10 | -0,73 | Maior direcionamento de recursos para a campanha de marketing na busca de estilistas renomados para desenvolverem coleções exclusivas para democratizar a moda; Reformulação do quadro de colaboradores em função do maior número de lojas; |
| 4T10 | 3,26 | Aumento de custo de produção em consequência da contratação de costureiras para adequar a produção à expansão do varejo; Aquisição de equipamentos para nove novas lojas; |

Fonte: Próprios autores, 2012.

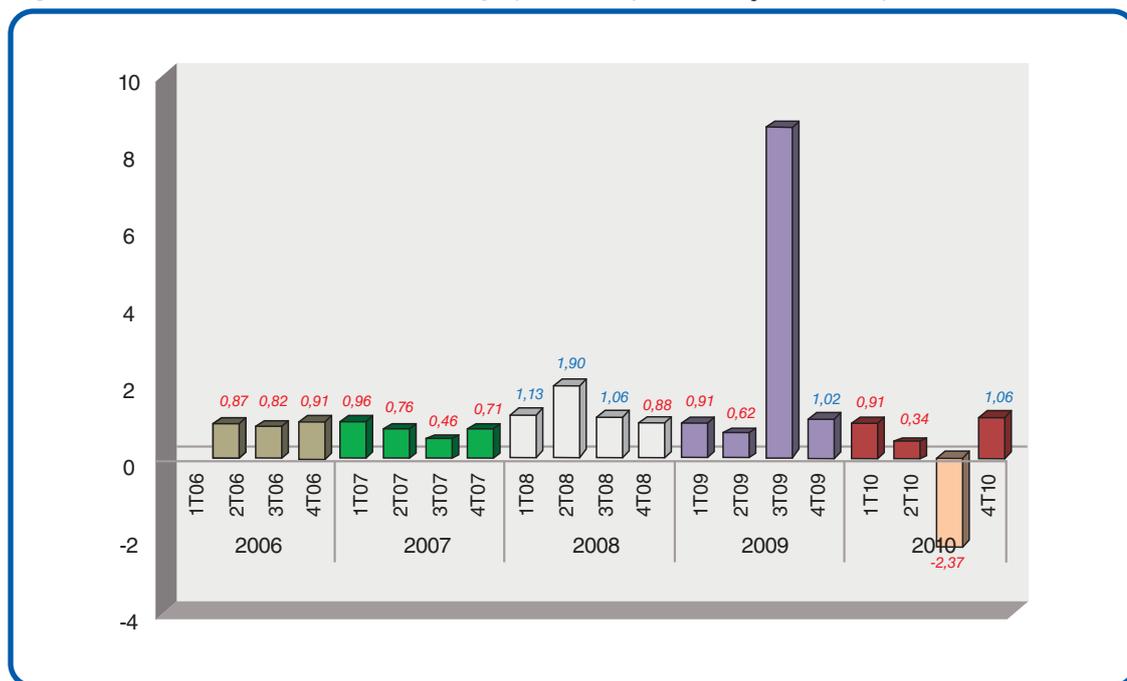
Nos resultados do ano de 2010, expostos na tabela 3, três dos seus quatro trimestres obtiveram uma alavancagem operacional. No quarto trimestre do ano de 2010 ocorreu investimento na alteração completa no visual arquitetônico e no visual merchandising das lojas. O grupo buscou aumentar a variedade em exposição através de maior diversidade de modelos por m² de área de vendas. Para isso, os equipamentos tradicionalmente utilizados, adequados para um modelo de grande quantidade de estoque, precisaram ser redesenhados e substituídos para proporcionar uma exposição mais ampla dos mais de 20 mil novos

modelos anualmente desenvolvidos pela campanha. Houve também a inauguração de mais nove lojas. No período de Janeiro a dezembro de 2010, os investimentos do grupo em ativos fixos atingiram R\$ 181,3 milhões.

4.2. ANÁLISE DO GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA (GAF)

A figura 3, a seguir, irá evidenciar o resultado obtido no GAF do grupo Guararapes Confeções S/A, compreendido entre o período de 2009 a 2010.

Figura 3: Resultados trimestrais do GAF do grupo Guararapes Confeções S/A no período de 2006 a 2010



Fonte: Próprios autores, 2012.

No ano de 2009 os resultados do GAF dos 1T09 e 2T09 foram menores que 1 ($GAF < 1$) e dos 3T09 e 4T09 obtiveram resultados maiores que 1 ($GAF > 1$). Nos dois primeiros trimestres deste ano, houve investimentos operacionais que estão todos detalhados no item 4.1 da análise do GAO. Mas, nesse ano, merece um maior destaque no seu 3T09, que alcançou um GAF de valor 8,62, ou seja, um valor muito alto de alavancagem financeira. Tal resultado foi decorrente do Grupo ter apresentado ao BNDES um projeto orçado em R\$ 588 milhões relativo aos exercícios de 2008, 2009 e 2010. Ao final do mês de outubro, foi aprovada uma linha de crédito de financiamento para o Grupo na ordem de R\$442,7 milhões (75% do total), sendo R\$ 393,4 milhões para a Riachuelo, R\$ 31,6 milhões para a Guararapes e R\$ 17,7 milhões para o Midway Mall. No último trimestre do ano de 2009 (4T09), com GAF de valor 1,02, tal resultado foi decorrente da participação das vendas com juros sobre a venda total que passou para 14,2%.

No ano de 2010 os resultados do GAF's em quase todos os seus trimestres foram abaixo de 1 ($GAF < 1$). No 1T10, com GAF de valor 0,91, a Assembleia Geral Ordinária realizada em 26 de abril de 2010, foi aprovada a distribuição de R\$ 41,5 milhões sob a forma de dividendos

referentes ao exercício de 2009 na base de R\$ 0,63 por cada ação ordinária e de R\$ 0,70 por cada ação preferencial. Mas, em função da sazonalidade presente no segmento de varejo de vestuário, o primeiro trimestre representa o menor volume de vendas em relação aos demais períodos do ano e, assim, o grupo teve que pagar suas despesas fixas nesse trimestre. No 2T10, com GAF de valor 0,34, a evolução da estrutura de capital foi um destaque importante desse período. O grupo encerrou o trimestre com um saldo de empréstimos e financiamentos de longo prazo de R\$ 239,0 milhões, provenientes dos recursos do BNDES, mas o Grupo teve que pagar os juros referentes ao empréstimo oriundos do banco. Caso semelhante aconteceu no 3T10, com GAF de valor -2,37, em que a companhia continuou a receber do banco um saldo de empréstimos e financiamentos de longo prazo de R\$ 357,4 milhões e foi nesse trimestre onde houve um grande investimento em sua estratégia de Marketing e nas suas operações que são melhores visualizados no item 4.1 na análise do GAO. Como de costume, também o pagamento dos juros referentes ao empréstimo do BNDES. Houve também uma semelhança no seu 4T10, com GAF de valor 1,06, com a evolução da sua estrutura de capital com recursos do BNDES com um saldo de empréstimos e financiamentos de R\$ 389,1 milhões. Nesse trimestre, o Grupo fez um grande investimento operacional na sua mudança do ritmo de expansão e, como também, o pagamento dos juros do montante que lhe foi concebido pelo BNDES.

4.3. ANÁLISE DO VALOR DA EMPRESA

A tabela 4, a seguir, irá evidenciar o valor da empresa no mercado no período de 2009 a 2010.

Tabela 4: Resultados trimestrais do valor do grupo Guararapes Confeccões S/A compreendido entre 2009 a 2010.

| Trimestres | 2009 | 2010 |
|------------|-------------------|-------------------|
| 1T | R\$ 13.632.474,45 | R\$ 38.897.720,33 |
| 2T | R\$ 41.523.677,96 | R\$ 51.025.290,75 |
| 3T | R\$ 42.586.365,26 | R\$ 48.944.085,25 |
| 4T | R\$ 82.493.664,81 | R\$121.648.512,35 |

Fonte: Próprios autores, 2012.

Tendo em vista as complexidades geradas em torno das decisões para alcançar a melhor estrutura de capital para a empresa, esta denominada de estrutura ótima de capital, então o valor da empresa se torna a decorrência das decisões de utilização da estrutura de capital pelo gestor financeiro. Esses números comprovam os esforços do grupo Guararapes para o crescimento da sua controlada, a lojas Riachuelo, centrado no aumento do faturamento por metro quadrado, com a abertura de novas lojas e a ampliação de lojas existentes limitadas nos últimos anos, dadas a concentração de investimentos em infraestrutura de suporte, como centros de distribuição (CD) e investimentos em tecnologia da informação (TI) para o controle operacional e de investimentos, aumentando assim, a sua eficiência operacional e, conseqüentemente, aumentando o valor da empresa no mercado acionário. Todas essas ações de crescimento foram supracitadas detalhadamente nas análises dos GAO's e GAF's no decorrer do período analisado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa foi desenvolvida com o intuito de analisar o impacto do endividamento na estrutura de capital do grupo Guararapes Confecções S/A, compreendida no período de 2009 a 2010, procurando evidenciar os indicadores de endividamento e rentabilidade advindos dos planos de ações de Marketing que influenciaram nas decisões da estrutura de capital do grupo no período estudado.

Pelos resultados obtidos, verificou-se que, no âmbito geral, o grupo Guararapes investiu fortemente em suas operações de suporte através da modernização do seu parque fabril, na abertura dos centros de distribuição (CD's) e a implantação da tecnologia da informação (TI) para a gestão operacional e financeira de suas operações no período abordado. A integração entre varejo e indústria é o grande diferencial do grupo, uma vez que o permite atender rapidamente às mudanças do mercado ao qual está inserido e, assim, oferecer uma excelente relação entre preço e qualidade para seus clientes. O grupo também está submetido às regras governamentais, às pressões da concorrência, do desempenho do setor e da economia brasileira, dentre outros fatores referentes às decisões internas. Mas, o seu modelo de negócio verticalizado, do qual há uma maior integração de toda a cadeia do grupo Guararapes, cujas atividades empresariais são totalmente exclusivas para dar assistência a sua controlada, a rede de lojas Riachuelo, permitiu que o grupo se adaptasse a essas mudanças no mundo da moda e, como também, garantir a continuidade das suas atividades operacionais. Todavia, o Shopping Midway e o Teatro Riachuelo possuem atividades independentes, ou seja, são as únicas empresas que fazem parte do grupo Guararapes que não estão inclusas para dar suporte a sua rede de lojas. Tal modelo verticalizado possibilitou ao grupo identificar os desejos do seu público-alvo (classes C, D e E) e, assim, produzir os produtos adequados que atendam as suas necessidades a preços altamente competitivos e disponibilizá-los nas lojas Riachuelo em um curto espaço de tempo.

Visando à maior geração de resultados, o grupo Guararapes formulou inúmeras ações estratégicas de Marketing. Uma das mais importantes, a qual perdurou durante todo o percurso de espaço de tempo analisado, foi a expansão da rede de lojas Riachuelo e, como também, o processo de remodelação no atual conceito arquitetônico das lojas existentes. Tais ações buscam proporcionar o mesmo padrão de qualidade em todas as lojas da rede através de um formato moderno que gere uma adequada identificação de moda com seus clientes. Assim, essas reformas buscaram maximizar o desempenho das lojas através do aumento de sua produtividade, levando em consideração o período de maturação das áreas de vendas aumentadas.

Ao longo desse período estudado, o grupo Guararapes fez fortes investimentos em aquisições de novas máquinas para a Guararapes Confecções, bem como na construção de um novo galpão de produção. Para suprir a demanda de expansão da rede de lojas Riachuelo, foi feito um grande investimento com o sistema de gestão comercial da Oracle em 2009, objetivando a evolução do processo de desenvolvimento logístico e, assim, o grupo Guararapes começou a agir com fortes estratégias de Marketing, contratando estilistas renomados para desenvolver coleções exclusivas e, como também, contratando pessoas famosas para o lançamento de filmes e comerciais de televisão. Assim, fez-se um relançamento da sua marca Pool em 2009 com uma cara mais moderna e foi feita uma outra estratégia de

Marketing separando as coleções, fazendo com que haja um mix de produtos no interior das lojas para atender a todos os gostos dos seus consumidores.

Todavia, o maior impacto na estrutura de capital do Grupo Guararapes, com intuito de acelerar o ritmo de investimento para os próximos anos, foi causado por um projeto apresentado ao BNDES orçado em R\$ 588 milhões relativos aos exercícios 2008, 2009 e 2010. Mas, desse montante, foi aprovado 75% numa linha de crédito de financiamento para o grupo Guararapes no valor de R\$ 442,7 milhões, ao qual foram fracionados R\$ 393,4 milhões para a rede de lojas Riachuelo, R\$ 31,6 milhões para a Guararapes Confecções e R\$ 17,7 milhões para o shopping Midway Mall. Sabe-se que o valor da empresa é maximizado quando o custo de capital é minimizado, então, devido ao custo de capital de terceiros ser inferior ao das demais fontes de capital e propiciar um menor risco, melhor segurança e rentabilidade, isso acontece em decorrência do benefício fiscal gerado pela dedutibilidade dos juros da dívida. Assim, essa linha de crédito evoluiu significativamente a estrutura de capital do grupo Guararapes e, como consequência, aumentou o valor da empresa no mercado acionário.

Isso comprova o que foi argumentado nas hipóteses desta pesquisa: que a elevação do endividamento aumentou a rentabilidade da empresa e que a estrutura de capital do grupo Guararapes se deu em função dos recursos internos e depois dos recursos externos, comprovando assim, o que advoga a teoria de *Pecking Order*, a qual corrobora que existe uma hierarquização de preferências ao uso de uma fonte de financiamento a outra, em que somente foi utilizada uma nova fonte de recursos quando a fonte que está sendo usada (autofinanciamento) se esgotou, visando financiar o seu projeto para um crescimento estratégico no mercado no qual está inserido.

6. REFERÊNCIAS

ANDRADE, Rui Otávio Bernardes de; ALYRIO, Rovigati Danilo; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. **Princípio de negociação: ferramentas e gestão**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

BATISTA, Amanda Freixo; et al. Estrutura de capital: uma estratégia para o endividamento ideal ou possível. ENEGEP – Encontro nacional de Engenharia de Produção. **ABEPRO – Associação brasileira de Engenharia de produção**. Porto Alegre, 2005. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2005_Enegep0305_0222.pdf> Acesso em: 29 out. 2011.

BONACIM, Carlos Alberto Grespan; AMBROZINI, Marcelo Augusto; NAGANO, Marcelo Seido. **Estudo de causalidade entre alavancagem financeira e eficiência operacional das empresas de capital aberto no período de 1996 a 2004**. USP – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/113.pdf>> Acesso em: 17 nov. 2011.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Tradução Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **R. Cont. Fin.** Usp, São Paulo. n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A. **Metodologia científica**. 5 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

COOPER, Cary L.; ARGYRIS Chris (Organizadores). **Dicionário enciclopédico de administração**. Tradução Lenita Maria Rimoli Esteves; Celso Augusto Rimoli. São Paulo: Atlas, 2003.

CRUZ, Ana Paula Capuano da; et al. Alavancagem financeira e rentabilidade: uma discussão sobre o comportamento de empresas do sul do Brasil à luz das teorias financeiras. **Congresso brasileiro de contabilidade**. Rio grande do Sul, 2008. Disponível em: <http://www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/190.pdf> Acesso em: 12 out. 2011.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Teoria da estrutura de capital: As discussões persistem. **Caderno de pesquisa em Administração**. São Paulo, v. 1, n. 11, 1º trim. 2000.

FEMENICK, Tomislav R. **Alavancagem operacional, financeira e combinada**. Natal, 2003. Disponível em: <http://www.tomislav.com.br/sala_de_aula/contabilidade_avancada.php?pg=contabilidade_avancada&detalhe=&id=13> Acesso em: 12 de Nov. 2011.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GIMENES, Régio Marcio Toesca. A teoria tradicional e o modelo de Franco Modigliani e Merton Miller: Uma abordagem crítica. **Akrópolis – Revista de Ciências Humanas da Unipar**. v. 7, n. 25, 1999. Disponível em: <http://www.revistas.unipar.br/akropolis/article/viewFile/1742/1522>> Acesso em: 27 out. 2011.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. Tradução Allan Vidigal Hosting. 12 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

GROPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. Tradução Célio Knipel Moreira. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

GRUPO GUARARAPES CONFECÇÕES S/A. Disponível em: <<http://www.riachuelo.com.br/institucional/3/grupo-guararapes.aspx>> Acesso em: 28 mar. 2012.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira: Uma abordagem prática: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras e orçamento empresarial**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles; FRANCO, Francisco Manoel de Mello. **Míni Houaiss: Dicionário da língua portuguesa. Instituto Antônio Houaiss de Lexicografia e banco de dados da língua portuguesa S/A Ltda**. 3 ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2008.

JUNQUEIRA, Luis Renato; et al. Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileira de capital aberto no período 1995-2002. **Revista Economia & Gestão**. v. 10, n. 23, maio/ago. 2010.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: Uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002, 110 f. Tese (doutorado em Administração). FEA – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. USP – universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

KIMURA, Herbert. Fatores determinantes da estrutura de capital. **Revista Integração**. ano XII, n. 44, São Paulo, jan./fev./mar. 2006.

LUCA, Juliano D.; RAMBALDUCCI, Marcos Jerônimo Goroski. Estrutura de capital e o processo de alavancagem financeira: uma discussão sobre a relação entre níveis de endividamento e lucratividade. **Revista Terra e Cultura**. ano XIX, n. 37, Londrina, jul./dez. 2003. Disponível em: <http://www.unifil.br/docs/revista_eletronica/terra_cultura/37/Terra%20e%20cultura_37-13.pdf> Acesso em: 17 nov. 2011.

MACHADO, Guilherme Lelis Bernardo. **Custos de ajustamento e a dinâmica da estrutura de capital em empresas brasileiras**. 2009, 62 f. Dissertação (Mestrado em finanças e economia empresarial) FGV – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <<http://www.bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2689/Disserta%20Machado%20Guilherme%20Machado.Rdf?sequence=1>> Acesso em: 27 out. 2011.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. FAMÁ, Rubens. Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. **IEP- Instituto de Engenharia de produção e Gestão**. São Paulo, [2006]. Disponível em: <<http://www.iep.unifei.edu.br/Edson/download/estruturadecapitalfama.pdf>> Acesso em: 13 out. 2011.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORREBERGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **RBE**. Rio de Janeiro. jan./mar. 2004.

RECURSOS HUMANOS. Manual de integração: colaboradores. **Riachuelo**. 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Brandford D. **Princípios de administração financeira**. Tradução Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**: corporate finance. Tradução Antonio Zonatto Sanvicente. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SAITO, Richard et al. O teorema de Modigliani & Miller: Gênese e contribuição. In: Fórum o cinquentenário de Modigliani & Miller: reflexões sobre a teoria e prática das finanças no Brasil. **RAE – Revista de Administração de Empresas**. v. 48, n. 4, São Paulo, out./dez. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n4/a06v48n.pdf>> Acesso em: 27 out. 2011.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Pilar Batista. **Metodologia de pesquisa**. Tradução Fátima Conceição Murad; Melissa Kassner; Sheila Clara Dystyler Ladeira. 3 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; KLOECKNER, Gilberto. **Avaliação de empresas: Foco na gestão de valor da empresa: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

SIRIHAL, Alexandre Bogliolo; MELO, Alfredo Alves de Oliveira. Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. **Recall Ledger Contadores e Consultores**. Rio de Janeiro, [2005]. Disponível em: <http://www.recall-ledger.com.br/arq_download/Estrutura%20de%20capital%20%20beneficios%20e%20Contra-Beneficios%20Fiscais%20de%20Endividamento.pdf> Acesso em: 12 out. 2011.

TERRA, Paulo Renato Soares. Comentário. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. vol. 5, N. 2, Porto Alegre, out./dez. 2008.

VIEIRA, Fabiana do patrocínio. **Análise dos desafios estratégicos em uma empresa familiar em processo de sucessão**: Estudo de caso na cidade de João Monlevade – MG. 2008, 1182. Dissertação (Mestrado acadêmico em Administração) Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte, 2008.

WESTON, J. Fred. BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. Tradução Sidney Stancatti. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. Estrutura de capital das empresas no Brasil. Rev1003. fev. 2002. **BNDES – Banco nacional do Desenvolvimento**. Disponível em:<http://www.bndes.gov.br/SITEBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/ArquivAr/conhecimento/revista/rev1003.pdf> Acesso em: 12 out. 2011.