



LISBOA SCHOOL OF ECONOMICS & MANAGEMENT

MESTRADO EM
CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O SETOR DE RETALHO DO VESTUÁRIO:
IMPACTO DA CRISE E CASO INDITEX

CÁTIA DA CONCEIÇÃO SILVA SOBRAL

ORIENTAÇÃO:
RITA FUENTES HENRIQUES

OUTUBRO – 2014

Resumo

O trabalho é um estudo de caso do Grupo Inditex e tem como objetivo compará-lo com o setor de retalho do vestuário e perceber quais os efeitos da recente crise nos resultados, uma vez que o Grupo contrariou as tendências previstas e alcançou lucros e crescimento de vendas inesperadas no período de crise financeira.

Foi realizada uma análise qualitativa ao conteúdo às notícias publicadas sobre a Inditex de 2000 a 2014 e aos seus relatórios de contas ao longo deste período. A análise quantitativa baseou-se no teste de igualdade de médias entre a Inditex e algumas empresas cotadas do setor, antes e após crise, utilizando as variáveis Vendas/Ativo, *Return On Assets (ROA)*, *Return On Sales (ROS)* e *Return On Equity (ROE)*.

Concluiu-se que a Inditex não foi afetada pela crise nas variáveis ROA, ROE e Endividamento e que foi superior à *performance* do setor, que no período que antecedeu a crise que no período posterior. Conseguindo ainda melhorar no período após crise a média do seu ROA, ROS e Endividamento.

Palavras-chave: Crise, setor retalho vestuário, Inditex, análise de conteúdo, performance, teste de médias.

Abstract

The work is a case study of Inditex and aims to compare it with the retail sector clothing and realize that the Group effects of the recent crisis in the results, as the Group bucked the trends set and achieved profits and growth unexpected sales in the period of financial crisis.

A qualitative analysis of the content to the news published about Inditex 2000-2014 and their audit reports over this period was performed. The quantitative analysis was based on the equality of means test between Inditex and some listed companies in the industry before and after the crisis, using the variables Sales / Assets, Return On Assets, Return On Sales and Return On Equity.

It was concluded that Inditex was not affected by the crisis in ROA, ROE and debt variables and that was superior to industry performance, both in the period before the crisis either in the later period. Getting further improve in the period after the crisis your average ROA, ROS and Debt.

Keywords: Crisis, retail clothing industry, Inditex, content analysis, performance, equality of means

Agradecimentos

Os agradecimentos são dedicados em primeiro lugar à orientadora Rita Fuentes Henriques pela disponibilidade, energia, esclarecimentos e orientação para o rumo correto.

Tenho a agradecer aos professores da instituição e ao próprio ISEG por terem feito parte do meu desenvolvimento académico e pessoal, o que proporcionou a aprendizagem necessária para poder embarcar no mercado de trabalho.

Agradecimentos ainda dedicados a familiares e amigos que sempre me apoiaram nas alturas mais complicadas e ao namorado pela paciência, motivação e apoio demonstrado.

Não posso deixar de agradecer também aos meus recentes colegas da Zurich Insurance que sempre se prontificaram a ajudar-me no que fosse necessário e a apoiarem-me na conclusão deste trabalho.

Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Crise Financeira.....	3
2.2. Crise financeira no sector do retalho de vestuário	4
2.3. <i>Performance</i> empresarial.....	6
3. Metodologia e questões de investigação	8
4. O caso de estudo: Grupo Inditex	9
4.1. Setor do vestuário	9
4.2. O Grupo Inditex	12
5. Recolha e análise de dados.....	19
5.1. Seleção de amostra.....	19
5.2. Teste de Hipóteses	20
6. Conclusão	25
7. Referências	27
8. Anexos.....	31

Índice Tabelas

Tabela 1- Volume de negócios e vendas no mercado a retalho	11
Tabela 2 – Vendas de vestuário e acessórios nos EUA.....	12
Tabela 3 - Frequência das palavras-chave nas notícias selecionada.....	13
Tabela 4 - Estratégia e Ações adotadas pela Inditex	18
Tabela 5 - Desvio-Padrão de Vendas/Ativo	20
Tabela 6 - Teste de igualdade de médias Hipótese 1	22
Tabela 7 - Teste de igualdade de médias Hipótese 2	23
Tabela 8 - Teste de igualdade de médias Hipótese 2a e 2b	24
Anexo 1 - Notícias dos media analisadas	31
Anexo 2 - Lista de empresas da amostra	39
Anexo 3 - Variáveis analisadas pela literatura no cálculo da <i>performance</i>	40
Anexo 4 - Cálculo da variáveis de performance.....	41

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Empresas cotadas por continentes	11
--	----

Lista de Abreviaturas

EU – União Europeia

EUA – Estados Unidos da América

EPS – Earning Per Share

OMC – Organização Mundial de Comércio

PER – Price Earning Ratio

ROA – Return On Assets

ROE – Return On Equity

ROI – Return On Investment

ROS – Return On Sales

1. Introdução

A crise financeira que temos vivido tem sido bastante prejudicial para os países, suas economias e especialmente para famílias e empresas que sentem dificuldades em contrair crédito junto dos bancos e como tal reduzem o seu consumo e tentam aumentar a sua poupança.

Existem muitos casos a nível mundial e um deles, a Inditex, de empresas que conseguiram utilizar parte do seu capital próprio para se financiar em vez de recorrer ao normal crédito bancário, uma vez que estavam alertados e preocupados com repercussões futuras se aumentassem ainda mais o seu endividamento.

O setor do retalho tem como ponto forte as vendas, como tal se as famílias tentam reduzir o seu consumo, então este setor vai sofrer as consequências. No entanto, o setor que vai ser analisado neste trabalho é o setor de retalho do vestuário, que registou um acréscimo das vendas no período da crise financeira, são exemplo disso a H&M e Inditex que conseguiram aumentar as suas vendas nesse período. Neste contexto é de destacar a Inditex que apresentou lucros e crescimento de vendas nunca vistos anteriormente em plena crise, o que levou Amancio Ortega, o seu fundador, a tornar-se o Homem mais rico da Europa e o Homem mais rico do mundo em 2012, segundo a Forbes¹.

É, assim, pertinente perceber o porquê de tal acontecer, que razões tornam a Inditex diferente das outras empresas? Quais as suas estratégias e decisões de gestão que lhe garantem este crescimento? Será que é assim tão diferente do restante setor? A Inditex foi diferente das outras empresas do setor ou as concorrentes diretas também

¹The World's Billionaires, <http://www.forbes.com/profile/amancio-ortega/>, [Assessed: October 9, 2014]

creceram? São questões que este trabalho tem como objetivo responder, uma vez que existe muito pouca informação sobre o setor e não existe um trabalho que compare os resultados das empresas e tente perceber qual o impacto da crise financeira.

Este trabalho está estruturado numa parte teórica, em que é apresentada uma revisão de literatura sobre a crise financeira, a crise financeira no setor do retalho de vestuário e as variáveis utilizadas na literatura para medir a *performance* de uma empresa. É ainda apresentado um capítulo sobre a Metodologia utilizada no estudo, um capítulo com breve descrição do setor de retalho de vestuário na Europa e EUA e das empresas cotadas neste setor, e um último capítulo sobre o caso de estudo deste trabalho: a Inditex. Neste capítulo realiza-se uma análise de conteúdo às notícias divulgadas desde 2000 até 2014 e fez-se uma comparação com informação disponível nos relatórios de contas anuais da Inditex. Por fim é realizado um teste de hipóteses de igualdade de médias, para perceber se a Inditex foi afetada pela crise e se teve uma *performance* superior à do setor nos períodos antes e após crise.

Concluiu-se que a Inditex não foi afetada pela crise nas variáveis ROA, ROE e Endividamento, e que foi superior à *performance* do setor, quer no período que antecedeu a crise quer no período posterior. Conseguindo ainda melhorar no período após crise a média do seu ROA, ROS e Endividamento.

2. Revisão de Literatura

2.1. Crise Financeira

A crise financeira dos últimos anos ficou marcada essencialmente por quatro fases.

A primeira iniciou-se em Agosto de 2007 quando nos EUA o mercado começou a reduzir o financiamento a diversas entidades financeiras, forçando a Reserva Federal Americana a reduzir as taxas de juro sobre empréstimos bancários (Poole, 2010).

No ano seguinte, a Reserva Federal Americana concede um empréstimo de emergência ao banco de investimento Bear Stearns para evitar a sua falência assumindo os riscos de alguns ativos. Fica assim completa a primeira fase da crise financeira (Poole, 2010).

Na segunda fase, a falência do Lehman Brothers em Setembro de 2008 lançou o receio no mercado financeiro mundial (McKibbin, 2009). A Reserva Federal não socorreu o Lehman Brothers, duas vezes maior que o Bear Stearns, dando início à terceira fase da crise financeira (Poole, 2010). Contudo, de acordo com este autor não existe uma data ou acontecimento que marque o fim da terceira fase.

A crise atual tem sido a mais profunda dos últimos anos, mas os países têm reagido de forma diferente à crise, sendo afetados de forma diferente (Aiginger, 2011). Segundo Poole (2010) os bancos asiáticos têm demonstrado uma maior resistência à crise que os americanos e os europeus, mas ainda assim esta região tem sido fortemente afetada pelo desemprego tal como nos EUA e na Europa.

Segundo McKibbin (2009), existem cinco fatores que contribuíram para que a crise financeira assumisse consequências a nível global:

1. Rebentamento da “bolha imobiliária” que causou uma realocação de capital, logo perda de riqueza para famílias e conseqüente diminuição do consumo;

2. Forte subida do prémio de risco causado pelo aumento do custo de capital, o que causou uma redução no investimento privado e na procura de bens duráveis;
3. Reavaliação de risco por parte das famílias, aumentando a poupança e diminuindo o consumo;
4. Flexibilização da política monetária, levando para perto de zero as taxas de juro nas principais economias desenvolvidas;
5. Flexibilização da política fiscal e grande aumento dos défices orçamentais.

Inevitavelmente as empresas fizeram grandes cortes para fazer frente à atual crise, reduzindo as despesas tecnológicas, de pessoal e de capital e, limitando o nível de endividamento. (Compello, et al., 2010).

2.2. Crise financeira no sector do retalho de vestuário

Historicamente, este sector foi um dos mais protegidos comercialmente, sendo concedidos subsídios a materiais como lã, seda artificial e algodão. Mas nos últimos anos o protecionismo tem diminuído (Gereffi, 2010), uma vez que OMC defende a liberalização do comércio internacional.

Desde o início dos anos 70 que a indústria do vestuário se tem expandido rapidamente, proporcionando emprego quer nos países menos desenvolvidos quer nos países mais desenvolvidos. É uma das indústrias mais antigas e com mais exportações em todo o mundo (Gereffi, 2010).

Contudo, a recente crise afetou o setor pela diminuição na procura que fez diminuir o volume de encomendas a muitos fornecedores. Algumas marcas passaram a usar *stocks* existentes em vez de iniciar uma nova coleção (Network, 2009). No entanto, a

queda do volume de vendas neste setor não foi tão acentuada como na atividade económica global (Eurostat, 2009).

Segundo Network (2009), as principais consequências da crise no setor do retalho e vestuário foram:

1. Diminuição de vendas. Os retalhistas em geral diminuíram as vendas, mas alguns retalhistas de *fast-fashion* reforçaram a estratégia de preços baixos e conseguiram melhores resultados que os retalhistas das marcas especializadas;
2. Diminuição do volume de encomendas. Alguns países com salários muito baixos têm sido exceção neste ponto, registando um aumento nas exportações;
3. Fecho de fábricas e perda de emprego em países exportadores.

O consumo da indústria de vestuário concentra-se nos EUA, UE (27) e Japão, mas o aumento das exportações nos países menos desenvolvidos tem permitindo o aumento da sua quota de mercado (Gereffi, 2010). De facto, outros países como China, Índia, Bangladesh e Vietname embora aumentando as exportações, começaram a centrar-se nos seus mercados domésticos, o que em tempos futuros pode contribuir para o processo de modernização, fabrico de projetos originais e criação de marca própria (Gereffi, 2010).

A crise financeira refletiu-se, igualmente em algumas mudanças de estratégia nos retalhistas do setor sendo as parcerias com fornecedores² e a deslocalização dos centros de desenvolvimento de novos produtos para os principais países de produção apenas alguns exemplos. De acordo com Gereffi (2010), os retalhistas procuram estar mais perto do processo produtivo para assegurar uma produção e um *design* mais flexíveis.

² O' Connell, Wall Street Journal, 24-11-2009, <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703683804574533821208957360>

Efetivamente, os retalhistas tornaram-se mais exigentes no que diz respeito ao cumprimento dos requisitos apresentados por Gereffi (2010) como críticos no setor:

- Relação custo / preço;
- Qualidade do produto;
- Flexibilidade do fornecedor;
- Visibilidade / transparência;
- *Design*, gestão de inventários, transporte de bens e adoção de tecnologias adequadas.

2.3. Performance empresarial

A *performance* de uma empresa, ou grupo empresarial, pode ser medida através de vários indicadores, não existindo apenas um único utilizado na literatura. No entanto, existem critérios que usados em conjunto conseguem avaliar a *performance* financeira de uma empresa. De acordo com Rumelt (1974), alguns critérios são: ROE, ROI, EPS (*Earning Per Share*), PER e Vendas/Ativo³ (Hitt *et al.*, 1982).

No entanto, é sempre necessário adaptar o uso de indicadores à realidade de determinado setor. E uma das características do setor de retalho é a constante melhoria na gestão de inventários em *stock*, aumentando a sua rotatividade.

Gaur *et al.* (2005) afirma que o rácio entre o custo de bens vendidos e o nível médio de inventários é utilizado para medir melhorias de desempenho ao longo do tempo, comparar produtividade de inventários e a sua *performance* de gestão. No entanto, foi provada por Gaur *et al.* (2005) uma forte correlação entre a rotatividade de inventários

³ Hitt *et al.*, 1982, Functional importance and company performance: Moderating effects of grand strategy an industry type, Strategic Management Journal, Vol3, No.4, pp.315-330

e a margem bruta, explicado muitas vezes na literatura pela variedade e pelo preço, o que deixa dúvidas quanto ao uso deste indicador para a análise de desempenho.

Balakrishnan *et al.* (1996) utiliza no seu estudo o ROA para medir a *performance* financeira de empresas do setor depois da adoção de uma produção *Just-in-time*⁴. No entanto, Kaplan and Norton (1992) afirmam que é muito ténue a ligação entre *performance* operacional e o sucesso financeiro. Já Soloman (1966), Valter (1966), Livingstone e Salamon (1970) argumentam a favor do ROA utilizado em conjunto com a taxa interna de rentabilidade para análise de desempenho (Whittington, 2007).

Em tempos de crise associamos a dificuldade financeira de uma empresa ao seu nível de endividamento. Mas uma empresa tem sempre um *trade-off* entre o uso de dívida e o uso de capitais próprios, procurando a melhor estrutura de capital possível, de forma a retirar o maior benefício fiscal (Kraus e Lizenberg, 1973). Ainda assim, segundo Korteweg (2010), altos lucros representam baixa alavancagem, pelo que existe uma relação negativa entre rentabilidade e alavancagem.

As vendas representam uma medida de sucesso da empresa no mercado de transação (Hitt *et al.* 1982). Assim, o rácio ROS é uma medida particularmente relevante no sector de retalho, onde as margens de negociação são baixas (Thomas, 1990).

Pearman (1991) estabelece a relação entre ROE com os rácios *Price to Book Ratio*, uma vez que verificou que as empresa com ROE e P/B elevado geram, em média, ROE elevados nos anos seguintes, assim como se empresas com ROE e P/B baixos apresentam geralmente baixos ROE. O mesmo autor estabelece também o ROE como uma medida de rentabilidade nos anos seguintes baseando-se em Ohlson (1990).

⁴ Termo que indica se os processos de produção e comercialização conseguem responder à procura sem gerar excesso de *stocks*. Hutchins, David, 1999, *Just in time*, second edition, Gowe

3. Metodologia e questões de investigação

O estudo tem como objetivo contribuir para uma melhor perceção da *performance* de empresas do comércio de retalho de vestuários e do seu setor. Mais especificamente, pretende dar resposta às questões:

- O Grupo Inditex teve de facto uma *performance* superior às empresas do setor?
- O Grupo Inditex conseguiu ultrapassar a crise sem quebras na sua *performance*?
- Quais as estratégias utilizadas pelo Grupo Inditex para fazer face ao período de crise financeira?

Para dar resposta às questões anteriores a metodologia apresentada neste trabalho é mista. Por um lado, será utilizada uma abordagem qualitativa à organização em estudo – o Grupo Inditex - desenvolvida com base na análise de conteúdos das informações divulgadas sobre o Grupo no *media* e nos relatórios de contras entre 2000 e 2014. Por outro lado, utiliza-se uma abordagem quantitativa através de um teste de igualdade de médias para dar resposta às duas primeiras questões.

A perspetiva dos *media* em relação ao Grupo é posteriormente comparada com a perspetiva do próprio grupo empresarial refletida nos relatórios de gestão apresentados no decorrer do mesmo período. Será que as notícias divulgadas espelham a mesma informação que a empresa divulga? Procurou compreender-se se a perceção obtida com base nas notícias coincidia ou não com factos divulgados nos relatórios anuais do Grupo. Segundo Bardin (2009), o teste de associação de palavras é usado para que surjam espontaneamente associações relativas à palavra em questão.

Os *media* e os relatórios de contas, foram, assim, utilizados como fonte secundária de informação sobre a estratégia adotada pela empresa e como esta é entendida pelo

público, permitindo uma melhor compreensão do fenómeno em estudo e criação de um enquadramento para interpretação dos resultados obtidos na fase quantitativa.

A abordagem quantitativa permitiu realizar uma análise do setor e empresas cotadas através de um teste de igualdade de médias, em que o Grupo Inditex é comparado com outras 44 empresas do setor - com o objetivo de perceber a tendência apresentada nos resultados, nos períodos definidos como anterior e posterior à crise, é idêntica à do setor.

4. O caso de estudo: Grupo Inditex

4.1. Setor do vestuário

O desenvolvimento dos mercados internacionais, juntamente com a crescente globalização gerou um grande aumento de importações e exportações no setor do retalho de vestuário, quer nos países desenvolvidos, mas sobretudo nos países em vias de desenvolvimento (Gereffi, 1999).

A Ásia obteve o maior sucesso devido à orientação para a exportação (Krugman, 1994) e com o passar dos anos conseguiu passar de simples montagem das peças para uma abordagem mais integrada (total produção e comercialização), direcionando-se para o seu mercado interno, passando a produzir produtos originais de fabrico próprio e do maior valor acrescentado (Gereffi, 1999), o que levou ao crescimento de rendimento *per capita* e ao aumento do investimento e da poupança (World Bank, 1994).

O setor do retalho de vestuário caracteriza-se por uma forte orientação para o consumidor, daí que cada vez mais empresas optem por divulgar nos seus relatórios anuais as políticas ambientais e sociais, uma vez que os consumidores estão dispostos a pagar mais por produtos de empresas que apoiam as suas preferências e convicções

(Elliot e Freeman, 2004). Foram aplicadas políticas protecionistas na Europa e EUA devido à expansão dos países asiáticos, com o objetivo de proteger as indústrias domésticas, mas o resultado foi o oposto, uma vez que o aumento do protecionismo obrigou os fabricantes a aperfeiçoarem os seus produtos (Gereffi, 1999).

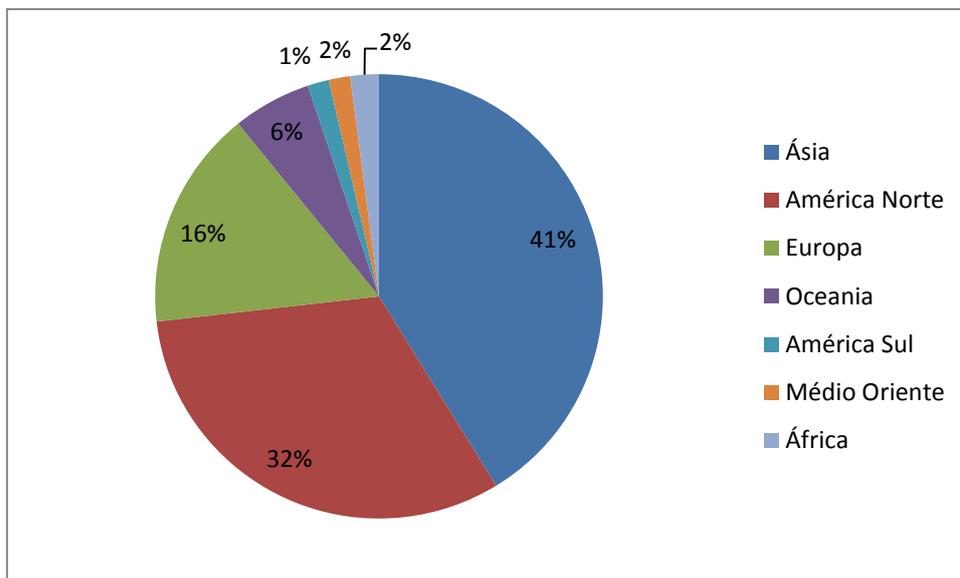
O setor de retalho de vestuário é ainda caracterizado por uma agressiva competição entre os retalhistas devido aos mais variados canais de distribuição que englobam retalhistas de grande dimensão que baseiam a sua estratégia em práticas comerciais agressivas, marcas conceituadas e distribuição assente tanto em lojas especializadas em vestuário, mas também retalhistas com produtos menos diferenciados (Gereffi, 1999).

Segundo informação descrita na base de dados *on-line* Retail-Index sobre o setor de retalho de vestuário, existem 2.348 empresas de retalho de moda e vestuário em todo o mundo⁵, mas segundo a Bloomberg⁶ apenas 194 empresas deste setor estão cotadas em bolsa nos mais variados países, como se verifica no gráfico abaixo.

⁵ <http://www.retail-index.com/HomeSearch/CalculateNumberofRetailerspercountrysector.aspx>

⁶ <http://www.bloomberg.com/markets/symbolsearch?page=18&query=apparel+retail>

Gráfico 1 - Empresas cotadas por continentes



Verifica-se que a maior concentração de retalhista neste setor está presente na Ásia (41%) e América do Norte (32%), como foi validado pela literatura.

Relativamente ao impacto da crise financeira a literatura faz referência à queda do volume de vendas após a crise financeira se ter instalado nos países, facto confirmado pelos dados apresentados pelo Eurostat⁷ na Tabela 1, onde se verifica uma quebra percentual nas vendas na generalidade dos países europeus, incluindo Espanha, país sede da Inditex.

Tabela 1- Volume de negócios e vendas no mercado a retalho

GEO/TIME	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
European Union (28 countries)	:	2,7	1,3	-0,4	2,9	3,6	4,3	4,6	-0,2	-0,3	3,0	-1,4	-1,6	-0,3
Germany (until 1990 former territory of the FRG)	-0,1	-1,3	-5,8	-4,8	3,4	4,2	3,0	2,4	0,2	-4,6	3,5	0,4	-1,4	0,2
Greece	:	3,3	3,5	0,9	1,4	1,2	0,8	1,1	-5,4	1,4	-11,4	-18,9	-20,5	-2,3
Spain	5,4	-0,5	3,7	-2,8	2,7	4,0	3,9	4,3	-6,1	-3,7	-1,1	-6,2	-9,1	-6,6
Italy	:	0,3	-1,8	-2,4	-3,5	-0,8	1,8	1,4	-1,6	-1,3	2,6	0,4	-2,2	-1,4
Sweden	5,0	2,2	4,5	3,1	7,1	7,2	6,2	2,5	0,8	2,3	4,5	-5,7	-0,5	-0,6
United Kingdom	:	8,2	10,9	5,5	8,9	4,5	6,4	4,8	5,2	7,1	4,8	-1,6	0,4	1,4
Switzerland	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Turkey	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	18,6	8,3	9,0

(Fonte: Eurostat)

⁷http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database?_piref458_1209540_458_211810_211810.node_code=sts_trlbgr_a

Tabela 2 – Vendas de vestuário e acessórios nos EUA

GEO/TIME	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos da América	5,0	-0,2	3	3,7	6,5	5,6	6,1	3,8	-2,5	-5,1	4,4	7,3	5,8	3,4

(Fonte: Statista)⁸

Já nos Estados Unidos da América (Tabela 2) as vendas começaram a sofrer uma inversão em 2007, mas tal como na Europa foi em 2008 que se manifestou o decréscimo de vendas, acentuado em 2009.

4.2. O Grupo Inditex

A Inditex é uma empresa de têxteis espanhola, fundada pelo magnata Amancio Ortega que iniciou a atividade em 1963 como empresa costureira. Conseguiu abrir portas à primeira loja em 1975 e logo no ano a seguir conseguiu conquistar muitos clientes, de forma que se expandiu no mercado de forma rápida. Em 1988 abriu a primeira loja, fora de Espanha, localizada na cidade do Porto. O sucesso foi tal que nos anos que se seguiram a Inditex expandiu a sua rede de lojas a Nova Iorque e Paris.

Inicialmente o Grupo Inditex detinha apenas a loja Zara, mas a partir de 1991 começou a criar outras marcas, de forma que hoje detém a Massimo Dutti, Pull&Bear, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home e Uterque.

Devido ao seu sucesso junto dos consumidores a Inditex tem sido ao longo dos anos notícia nos *medias*, mas recentemente destaca-se o facto de ser notícia pelos seus resultados positivos mesmo em tempos de crise. Como tal foi realizada uma análise de conteúdo a 105 notícias publicadas desde 2000 até 2014, com o objetivo de perceber quais os principais pontos em que os *media* se focaram ao longo dos anos.

⁸ <http://www.statista.com/statistics/197640/annual-clothing-store-sales-in-the-us-since-1992/>

Foram selecionadas sete notícias por cada ano, de forma que ao fim de catorze anos de análise fosse possível ter aproximadamente cem notícias, para assim ter uma melhor perceção da variedade no conteúdo de notícias publicadas. Foram recolhidas as notícias mais comentadas e mais divulgadas de cada ano obtidas no motor de busca Google com base nas palavras-chave “Inditex news”.

Com base nestas notícias, foi realizada uma análise de conteúdo que permitiu extrair os principais tópicos de cada notícia (Anexo 1) e registar a frequência de determinadas palavras nas notícias de cada ano (Tabela 3).

Tabela 3 - Frequência das palavras-chave nas notícias selecionada

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Crise/crisis	0	0	1	1	1	0	2	0	4	4	6	9	3	1	0
Performance	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	4	2	3	0
Lucro/profit/ganó/ganho	1	2	0	0	4	4	1	3	9	7	6	10	12	5	18
Dividendos/dividends	0	0	0	0	4	0	3	2	1	1	5	2	9	9	14
Invest/investment/investi- timento/investirá	1	6	0	1	0	4	0	0	0	0	0	1	3	8	27
Lojas/tiendas/stores	19	28	14	19	12	24	15	31	22	20	10	14	44	15	18
Expansão/expansion	3	1	4	3	0	14	4	9	3	3	5	7	5	6	1
Bolsa	1	21	7	1	3	0	2	3	4	4	2	6	0	0	0
Vendas/sales/ventas	8	10	12	16	10	14	6	17	31	20	13	15	26	26	20
Benefício	4	2	1	11	5	2	4	9	5	2	4	0	0	1	2

Foram analisados igualmente os relatórios de contas anuais da Inditex de 2000 a 2013 e será feita de seguida a ligação com as notícias selecionadas em cada ano.

As palavras analisadas foram “crise”, “*performance*”, “lucro”, “dividendos”, “investimento”, “lojas”, “expansão”, “bolsa”, “vendas” e “benefício”. As palavras foram selecionadas por estarem relacionadas com o tema e objetivo do trabalho - impacto da crise financeira na *performance*. Neste sentido, é relevante compreender se houve investimentos, expansão para outros países, variação nas vendas e alteração da situação em bolsa.

O ano de 2000 foi um ano de alterações para a Inditex, pois anunciou a sua saída de Bolsa para reforçar a sua expansão, alcançada nesse mesmo ano com a criação da

marca Stradivarius e com a abertura de novas lojas. Além disso, 2000 foi o ano chave da internacionalização do Grupo, tendo sido o primeiro ano em que a maioria das vendas foi realizada fora de Espanha. Em 1999 as vendas fora de Espanha tinham o peso de 48% e em 2000 esse peso passou a ser de 52%. A palavra que mais vezes ocorre nas notícias deste ano é precisamente a palavra “lojas”.

Em 2001 a Inditex volta a entrar em bolsa, tendo sido a oferta mais subscrita da bolsa espanhola. As notícias registam o “aumento de vendas” e as “novas aberturas de lojas”, comprovado pelo relatório anual que refere um aumento das vendas em 9% e a abertura de 204 lojas, perfazendo um total de 1284 lojas. As vendas internacionais assumem neste ano uma expressão de 54%. Este crescimento é justificado pelo aumento de vendas no exterior e integração vertical do processo, desde o desenho do produto até à sua colocação em loja.

O ano de 2002 fica marcado pela alteração do capital social da Inditex. Foi cedido aos empregados 0,13% do capital social e Amancio Ortega ficou com o controlo de 59,3%. Mais uma vez os resultados foram positivos para o Grupo que voltou a registar um aumento das vendas em 11% e abertura de 274 novas lojas. As palavras mais referidas nas notícias desse ano foram “lojas” e “vendas”.

Em 2003, Amancio Ortega atingiu a 18^o posição no *ranking* do Homem mais rico do mundo, em simultâneo com a queda em bolsa das ações do Grupo devido ao contexto económico na Europa que obrigou à eliminação de *stocks*, num setor de rotação alta. No Reino Unido os preços caíram 20% em relação ao ano anterior. Ainda assim, a Inditex continuou a fortalecer a sua posição em Madrid e na Europa, com abertura de 364 novas lojas, tendo registado nesse ano 53,9% de vendas internacionais. As palavras mais referidas neste ano foram de novo “lojas” e “vendas”.

Em 2004 a percentagem de vendas internacionais volta a crescer para 54,5%, concordante com as notícias de “investimento no mercado japonês”. Nesse ano abriam 322 lojas, pelo que foi a expansão internacional a proporcionar uma recuperação da Inditex na Bolsa face ao ano anterior. Foi ainda notícia a decisão de “banir o uso de peles” depois de ter causado alguma ira junto dos consumidores pela utilização de pele de coelho nas suas coleções.

O ano de 2005 foi o ano de expansão na Ásia com abertura de lojas na Indonésia. Tendo em consideração as 448 novas lojas nesse ano, o Grupo totaliza 211 lojas no Continente Americano, 2309 na Europa, 139 no Médio Oriente e Norte de África e 33 na Ásia/Pacífico. Daí ter sido o ano em que mais vezes foram pronunciadas as palavras “expansão”, “vendas” e “lojas”. Foi também o ano em que as notícias começaram a dar mais foco à estratégia da Inditex, percebendo que são produzidos lotes em pequenas quantidades deliberadamente para evitar excesso de oferta e que as linhas são substituídas muito rapidamente para criar um valor de escassez. Como tal se um cliente for à loja Zara e gostar de uma peça, muito provavelmente se não a comprar no momento já não volta a encontrar a mesma peça se voltar uns dias depois, nem há garantia que a encontre noutra loja.

O ano de 2005 fica ainda marcado pela grande alteração na apresentação do relatório anual, uma vez que até à data predominava a informação financeira da empresa, e a partir desta data passou a ser apresentado também o desempenho social e ambiental. O relatório de 2005 realça, assim, os projetos plurinacionais destinados a melhorar a realidade socioeconómica das comunidades, o respeito pelos direitos humanos e melhorias das condições laborais, a colaboração com instituições sem fins lucrativos e

a redução do impacto ambiental derivado da sua atividade, pela otimização do consumo de recursos e controlo de resíduos.

Em 2006 o Grupo ficou marcado pelas notícias do caso de mão-de-obra infantil em Portugal, pela abertura de nova loja na China e pelo novo processo de encomendas que evita acumulação de *stocks* numas lojas e falta noutras. As vendas voltaram a crescer e a percentagem de vendas internacionais atinge agora os 60%. A palavra mais referida pelos *media* foi “expansão”.

No ano seguinte a Inditex cresceu a menor ritmo, o que levou a uma penalização dos valores em bolsa, mas ainda assim conseguiu reforçar a sua expansão na China. Contando com 560 aberturas nesse ano e uma percentagem de vendas internacionais nos 63%, a Inditex apresentou nesse ano no seu relatório uma série de pontos que considerou serem importantes para a “educação” empresarial, provenientes de aprendizagem, junto dos fornecedores, da sua comunidade, bem como dos casos de emergência que apoiou financeiramente no Perú, Somália, Sudão, Uganda e República do Congo.

Em 2008, para além do uso frequente das palavras “lojas” e “vendas”, é usado com mais frequência as palavras “crise” e “lucro”. Apesar da crise estar instalada nos seus concorrentes, a Inditex continua com um crescimento de vendas positivo, assim como um crescimento na percentagem de vendas internacionais que registaram neste ano 66%, sendo esta a explicação chave para os seus resultados. A Inditex tinha até ao momento 4246 lojas em todo o mundo, tornando-se a maior loja de retalho do mundo e ultrapassando a GAP. A estratégia de expansão internacional mantinha-se e surgiram notícias de interesse do Grupo pelo mercado indiano.

A Inditex foi nomeada a “*Multi Market Retailer of the Year*” em 2009, sido obrigada a praticar margens mais reduzidas, devido à contração violenta do mercado espanhol. Ainda assim a abertura de novas lojas continuou, com destaque para a loja na Índia, em simultâneo com a aposta no mercado *online*. Mais uma vez as palavras mais utilizadas pelos *media* foram “lojas” e “vendas”.

Em 2010 a abertura de 583 novas lojas, contribuiu para o crescimento dos lucros, tendo sido noticiado que na Inditex a “diversidade geográfica é antídoto para a crise”. Este foi o ano em que Amancio Ortega atingiu o 10º lugar dos Homens mais ricos do Mundo, o relatório foca a temática da responsabilidade social e Inditex fixa objetivos mais ecológicos, nomeadamente na poupança de eletricidade e água.

O ano de 2011 foi marcado pelo aumento de 21% nas ações, pela referência nos *media* à sua “expansão agressiva”, “*performance*”, “ganho”, “crise” e “expansão”, mas principalmente pelo escândalo de trabalho escravo descoberto no Brasil. Esta notícia que mereceu destaque no relatório anual do Grupo Inditex por contrariar os seus códigos de ética e de conduta.

Em 2012 a Ásia foi a região do Mundo com maior crescimento, pelo que o investimento no mercado asiático deu frutos bastante positivos para o Grupo, tendo sido pagos dividendos atrativos. As palavras mais vezes destacadas nos *media* foram “lucro”, “dividendos”, “lojas” e “vendas”. Ainda neste ano, vendas internacionais atingem o impressionante peso de 79%.

Em 2013 Amancio Ortega tornou-se no 3º Homem mais rico do Mundo graças aos dividendos recebidos. A forte expansão na Ásia é a responsável pela abertura de 331 novas lojas, existindo até à data 6340 lojas em todo o mundo.

Apesar de não existir ainda o relatório anual de 2014, verificou-se que em 2014 as notícias foram a “queda de resultados” devido à “desvalorização da moeda” fora da zona Euro, o “aumento de dividendos” e a “proposta split”.⁹

De acordo com as notícias e relatórios analisados pode concluir-se que existem vários factores explicativos para o desempenho positivo da Inditex no período de análise. Na Tabela 4 apresentam-se as ações desenvolvidas pelo Grupo Inditex, agregadas em três tipos de estratégia, que permitiram à Inditex diferenciar-se dos seus rivais numa época de crise financeira mundial.

Tabela 4 - Estratégia e Ações adotadas pela Inditex

Estratégia	Ações desenvolvidas
Crescimento das vendas	Aumento de vendas exteriores
	Valor de escassez
	Novo processo de encomenda
Expansão comercial agressiva	Assente na diversidade geográfica
	Mais de 6000 lojas e m todo o Mundo, abertura média de 300 novas lojas por ano
Responsabilidade Social	Objetivos ecológicos
	Aprendizagem na comunidade
	Apoio financeiro a projetos sociais

⁹ Proposta de divisão de cinco novas ações por cada uma das antigas levando ao possível impacto no preço das ações, visto que, uma operação de *stock split* consiste no desdobramento de ações já existentes em outras, o que não implica alteração das expectativas dos *cash flows futuros* para os acionistas. No entanto, os *media* chamam a atenção sobre os motivos e os objetivos dessas operações e utilizam-no como informação sobre a capacidade de gerar *cash flows* futuros, o que teria impacto no preço, não sendo consistente com a noção de racionalidade do mercado (Alves, C.F. et al., 2000).

A análise de conteúdo realizada às notícias publicadas e aos relatórios anuais do Grupo Inditex coincidem, pelo que os *media* espelharam a mesma informação que o Grupo divulgou. Não só são apresentadas informações de estratégia, de crescimento e sucesso, como também alguns assuntos menos positivos para o Grupo, como o caso da mão-de-obra infantil.

5. Recolha e análise de dados

5.1. Seleção de amostra

Os dados das empresas de retalho de vestuário foram recolhidos através da base de dados *Thomson Reuters Datastream*, associada à *World DS-Apparel Rtl*, utilizando os filtros sucessivos de “*equity indices*” por setor, serviços de consumo, retalho, retalho geral e por fim retalho de vestuário, tendo sido obtidos os dados de 46 empresas cotadas em bolsa a nível global.

Para análise foram retirados alguns dados que estavam apenas disponíveis na moeda do país correspondente, pelo que para facilitar conversões de câmbio, através de taxas disponíveis pelo Banco de Portugal, foram retirados dados a partir do ano 2000 e assim poder realizar a divisão anos antes crise (2000-2006) e após crise (2007-2013), restringindo o número de empresas a 37.

O período de análise selecionado teve por base o ano de início da crise, ano de 2007, e para obter o mesmo número de anos analisados no período anterior e após crise, foram escolhidos sete anos anteriores à crise e sete anos após o início da crise, de forma a alcançar uma análise mais completa e explicativa até ao momento atual.

Após recolha dos dados foram excluídas as empresas que não apresentavam resultados ao longo dos 14 anos de análise, reduzindo o número de empresas para 30.

No entanto, após a confrontação com o número de empresas cotadas encontrada na Bloomberg (ponto 4.1) foi necessário perceber o porquê da discrepância encontrada na base de dados. De 194 empresas referidas na Bloomberg, 60 não foram encontrados os respetivos *websites* ou relatórios financeiros para retirar informação e 85 foram criadas ou tornaram os seus relatórios públicos depois de 2000, logo fora do período de análise. Como já tínhamos 30 empresas da base de dados *Datastream*, foram retiradas as informações necessárias dos relatórios de contas anuais das 19 empresas em falta. Contudo, uma vez que cinco delas não apresentavam dados consecutivos desde 2000, no total foram analisadas 44 empresas além do Grupo Inditex (Anexo 2).

5.2. Teste de Hipóteses

As 44 empresas em análise foram comparadas com o Grupo Inditex, caso em estudo neste trabalho.

Em primeiro lugar foi calculado o desvio-padrão de todas as empresas com o objetivo de verificar se estas têm dimensões idênticas. O desvio-padrão é aceitável evitando enviesamentos nas posteriores conclusões, como se verifica na Tabela 5.

Tabela 5 - Desvio-Padrão de Vendas/Ativo

Variável	N	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Vendas/Ativo	630	1,48	1,59	0,64	0,15	4,4

Considerando os 14 anos de análise e as 44 empresas mais o Grupo Inditex obtém-se 630 observações, como indica tabela anterior. A média de 1,59 obtida significa que em média as empresas analisadas conseguem gerar 1,59 euros de vendas por cada euro

de ativo utilizado, ou seja, em média as empresas têm capacidade de gerar vendas utilizando os seus ativos.

Para o Grupo Inditex face ao setor e nos períodos antes e depois da crise foram usadas as variáveis Vendas/Ativo, ROA, ROS, ROE, *Market-To-Book Value*, Endividamento e Número de dias de inventário, consistentes com os estudos descritos na revisão de literatura (Anexo 3 e ponto 2.3) e calculadas como está presente na Anexo 4.

Para dar resposta às questões de investigação previamente colocadas foram formuladas as seguintes hipóteses de estudo:

H1: A *performance* da Inditex é diferente antes e após a crise financeira.

H2: A *performance* da Inditex é diferente em relação às empresas do setor.

Esta hipótese foi desdobrada em duas para permitir comparar a Inditex com a média do setor nos dois subperíodos em análise. Assim, temos:

H2a: A *performance* da Inditex é diferente em relação às empresas do setor no período antes da crise.

H2b: A *performance* da Inditex é superior em relação às empresas do setor no período depois da crise.

Os resultados dos testes de igualdade de médias (Teste-t), realizados no programa PSPP, apresentados nas tabelas seguintes permitem concluir que:

Teste da Hipótese 1: Conclui-se que a *performance* da Inditex não foi afetada pela crise financeira, na medida em que é estatisticamente significativa a diferença na *performance* da Inditex entre os dois períodos, nomeadamente quando esta é medida pelo ROA e pelo ROE. De facto, verifica-se que a Inditex apresenta médias superiores

no período posterior à crise nestes rácios de *performance*. Pode ainda concluir-se que é estatisticamente significativa a diferença no seu nível de endividamento que apresenta uma média bastante inferior no período pós-crise, o que permite a este Grupo beneficiar de níveis inferiores de risco financeiro. Contudo, o Market-to-Book Ratio apresenta uma média inferior no período pós-crise, o que demonstra que a estratégia de recuperação em bolsa apresentada no capítulo 4.2. não tem sido totalmente eficaz.

Tabela 6 - Teste de igualdade de médias Hipótese 1

A Inditex e a crise - Hipótese 1				
	Antes da crise	Após a crise	Diferença de médias	P - Value
Vendas/Ativo	1,31	1,38	-0,06	0,302
ROA	0,2	0,23	-0,03	0,014*
ROS	0,15	0,17	-0,02	0,054
ROE	0,25	0,28	-0,04	0,037*
Market -to- book value	6,02	4,94	1,08	0,125
Endividamento	17,63	3,09	14,54	0,002**
Nº dias de inventário	51,43	50	1,44	0,356

* Estatisticamente significativo a 5%

** Estatisticamente significativo a 1%

Teste da Hipótese 2: Conclui-se que comparativamente com o setor a Inditex apresenta melhor *performance*, com um menor grau de endividamento e uma maior eficiência na gestão de *stocks* ao longo dos 14 anos em análise., A exceção verifica-se no rácio de rotação do ativo que apresenta uma média superior para o setor. É ainda possível concluir que o *Market-to-Book Ratio*, apesar de ter apresentado uma média inferior no período pós-crise (de acordo com teste da hipótese 1) apresenta uma média superior à do setor ao longo deste período. A diferença de médias neste indicador mantém-se contante quando se avalia em separado o período antes e depois da crise.

Tabela 7 - Teste de igualdade de médias Hipótese 2

A Inditex e o setor - Hipótese 2				
	Inditex	Setor	Diferença de médias	P - Value
Vendas/Ativo	1,35	1,6	-0,25	0**
ROA	0,21	0,15	0,07	0**
ROS	0,16	0,1	0,06	0**
ROE	0,26	0,21	0,05	0,007**
Market -to- book value	5,61	1,86	3,72	0**
Endividamento	10,36	28,1	-17,74	0,013*
Nº dias de inventário	50,71	97,96	-47,24	0**

* Estatisticamente significativo a 5%

** Estatisticamente significativo a 1%

Teste das Hipóteses 2a e 2b: Testadas as médias das variáveis da Inditex e das empresas do setor nestes dois subperíodos, constata-se que a *performance* da Inditex é superior à *performance* das empresas do setor na fase anterior e posterior à crise para todos os indicadores utilizados, exceto para a rotação do ativo. Os rácios de *performance* utilizados (ROA, ROS e ROE) apresentam médias superiores ao setor, sendo esta diferença estatisticamente significativa nos dois períodos. É igualmente significativa a diferença apresentada ao nível da estrutura financeira, sendo que a Inditex apresenta nos dois períodos uma autonomia financeira superior à média do setor. Relativamente ao endividamento é ainda possível verificar que no período após a crise a diferença de médias em relação ao setor aumentou de cerca de 10% para aproximadamente 25%, o que revela diferenças significativas ao nível do financiamento da Inditex.

Tabela 8 - Teste de igualdade de médias Hipótese 2a

A Inditex e o setor - Hipótese 2a				
	Inditex	Setor Antes crise	Diferença de médias	P - Value
Vendas/Ativo	1,31	1,58	-0,26	0,001**
ROA	0,2	0,15	0,05	0**
ROS	0,15	0,1	0,05	0**
ROE	0,25	0,18	0,07	0,002**
Market -to- book value	6,02	2,05	3,97	0**
Endividamento	17,63	27,88	-10,25	0,061
Nº dias de inventário	51,43	95,63	-44,2	0**

* Estatisticamente significativo a 5%

** Estatisticamente significativo a 1%

Tabela 9 - Teste de igualdade de médias Hipótese 2b

A Inditex e o setor - Hipótese 2b				
	Inditex	Setor Após crise	Diferença de médias	P - Value
Vendas/Activo	1,38	1,62	-0,24	0**
ROA	0,23	0,15	0,08	0**
ROS	0,17	0,1	0,07	0**
ROE	0,26	0,21	0,05	0,007**
Market -to- book value	5,26	1,61	3,65	0,008**
Endividamento	3,09	28,32	-25,23	0,065
Nº dias de inventário	50	100,28	-50,28	0**

* Estatisticamente significativo a 5%

** Estatisticamente significativo a 1%

6. Conclusão

Os objetivos deste trabalho baseavam-se na tentativa de perceber o porquê da Inditex ter atingido resultados extraordinários que as restantes não conseguiram em plena crise e qual o impacto da crise financeira nos resultados das empresas do setor de retalho do vestuário.

As principais estratégias desenvolvidas pela Inditex que se fez destacar das restantes foram a crescente internacionalização, especialmente a exploração do mercado asiático, a integração vertical desde o momento da encomenda até ao momento em que o produto se encontra na loja, conseguiram desenvolver mecanismo de encomendas que evitam excessos numas lojas e faltas em outras, consegue criar valor de escassez devido aos pequenos lotes produzidos propositadamente. Esta estratégia leva a que o cliente seja “forçado” a comprar na altura correndo o risco de pouco tempo depois a peça já não se encontrar disponível para venda. As linhas são substituídas a uma rapidez impressionante, bem como o tempo entre o desenho de uma nova linha e esta estar presente na loja pronta para venda ser muito mais reduzida que nas outras empresas.

As palavras de ordem desta estratégia são rapidez e exportação.

O mercado asiático é um dos fatores que tornou a Inditex a maior do comércio a retalho de vestuário, apesar de nos últimos anos terem surgido empresas de origem asiática com própria produção e marca original, conseguindo neste momento a Ásia ter maior peso no número de empresas do setor que os EUA e Europa.

No que diz respeito aos resultados do setor, verificou-se na Europa e nos EUA uma diminuição do volume de vendas.

Através do teste de igualdade de médias verificou-se que o Grupo Inditex não foi afetado pela crise nas variáveis ROA, ROE e Endividamento. Na comparação do Grupo com o setor para os 14 anos em análise, constatou-se que a Inditex foi superior à *performance* das empresas do setor, assim como já era superior no período que antecedeu à crise e assim permaneceu no período posterior à crise. Melhorou a sua *performance* no período posterior à crise a nível operacional, mas não a nível financeiro (*market-to-book value*), conseguindo ainda assim ser superior às suas concorrentes.

Os resultados obtidos nos testes calculados coincidem com as notícias e resultados apresentados pelo Grupo.

Para um estudo futuro seria interessante ter uma maior cobertura das empresas do setor para uma análise da evolução dos resultados, bem como um maior leque de variáveis a ter em consideração. Aspetos não efetuados neste trabalho devido ao número elevado de limitações encontradas. Existe uma grande dificuldade em extrair dados das empresas do setor analisado, como por exemplo, a percentagem de vendas que corresponde à exportação, ou número de países em que as empresas têm lojas, ou número de empregados a trabalhar para a empresa. Mesmo as empresas que estão em bases de dados não corresponde à totalidade das empresas cotadas do setor, apesar de existir uma base de dados exclusivamente para o comércio a retalho que exige um pagamento avultado para aceder aos dados. Mesmo os indicadores por país retirados do Eurostat são bastante limitados, não existindo também uma base mundial da qual se possa retirar uma análise por país, incluindo os países asiáticos que nos últimos anos têm aumentado o seu peso no setor.

7. Referências

Aiginger, P.K. (2011), Review of Economics & Finance Why Growth Performance Differed across Countries in the Recent Crisis : the Impact of Pre-crisis Conditions, pp.35–52.

Balakhnashnan, R., Linsmeier, T. (1996), Financial Benefits from JIT Adoption: Effects of Customer Concentration and Costs Structure, *The Accounting Review*, vol.71, No. 2, pp. 183-205

Korteweg, A. (2010), The Net Benefits to Leverage, *The Journal of Finance* , Vol . 65 , No . 6 (DECEMBER 2010), pp . 2137-2170

Campello, M., Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2010), The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 97(3), pp.470–487.

Data navigation tree,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database?_piref458_1209540_458_211810_211810.node_code=sts_trlbgr_a, acedido: 20 de Junho de 2014

Gaur, V. (2014), Econometric of Inventory Turnover Analysis in Retail Services Performance. , 51(2), pp.181–194.

Gereffi, G. (2010), The Global Apparel Value Chain, Trade and the Crisis Challenges and Opportunities for Developing Countries, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 5281

Hutchins, David. (1999), *Just in time*, second edition, Gower

Hitt, M.A. & Ireland, R.D. (1982) Functional Importance and Company Performance : Moderating Effects of Grand Strategy and Industry Type, 3(4), pp.315–330.

Kaplan, R.S. & Norton, D.P. (2005), *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance* The Balanced Scorecard — Measures, Harvard Business School Publishing Corporation, vol.83, pp. 172-280

Krugman, Paul, (1994), *The Myth of Asia's Miracle* , *Foreign Affairs*, 73:6, p.62

Lewis, P. Thomas, H. (2014), *Between Strategic the Linkage Strategy in the U.K.*, *Retail Groups and Performance Industry Grocery*, 11(5), pp.385–397.

Network, M.S. (2009), *The apparel industry and the economic crisis: How is the crisis affecting apparel production and garment workers?*, *US Retail Sales : Clothing & Accessories 2007-09*, pp.1–11.

Newson, B. (2009), *Recession in the EU : Its Impact on Retail Trade*, pp.1–8.

Penman, S.H. (1991), *An Evaluation of Accounting*, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6:233

Poole, W. (2010), *Causes and Consequences of the Financial Crisis 2007-2009*, *Harvard Journal* 2010

Whittington, Geoffrey (2007), *Profitability, Accounting Theory and Methodology*, Routledge

Alves, C.F. et al. (2000), Estudo de alguns efeitos de operações Stock Split, CMVM, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ad6336729a214821a3dcefa2be4e87ecEstudoAlgunsEfeitosStockSplit.pdf>, acessado: 24 de Agosto de 2014

Ativos intangíveis, http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/NCRF_06_activos_intangiveis.pdf, acessado: 20 de Junho de 2014

Bardin, L., Reto, L. & Pinheiro, A. (1979), *Análise de conteúdo*, http://www.edicoes70.pt/mall/70/Livros/prefacios/Top_Antropologia_Sociologia_70_Setembro.pdf, acessado: 07 de Julho de 2014

Bloomberg symbol lookup, <http://www.bloomberg.com/markets/symbolsearch?page=18&query=apparel+retail>, acessado: 24 de Agosto de 2014

McKibbin, W.J. & Stoeckel, A. (2010) Modelling the global financial crisis, *Oxford Review of Economic Policy*, 25(4), pp.581–607, <http://oxrep.oxfordjournals.org/cgi/doi/10.1093/oxrep/grq012>, acessado: 05 de Junho de 2014

Number of retailers per sector end per country, <http://www.retail-index.com/HomeSearch/CalculateNumberofRetailerspercountrysector.aspx>, acessado: 07 de Junho de 2014

O' Connell, Wall Street Journal, 24-11-2009,

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703683804574533821208957>

360

Ohlson, J. a. (1995), Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation,

Contemporary Accounting Research, 11(2), pp.661–687,

<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>.

Provisões, passivos contegentes e activos contigentes, [http://www.cnc.min-](http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/NCRF_21_prov_conting.pdf)

[financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/NCRF_21_prov_conting.pdf](http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/NCRF_21_prov_conting.pdf), acedido: 20 de

Junho de 2014

The statistic portal, [http://www.statista.com/statistics/197640/annual-clothing-store-](http://www.statista.com/statistics/197640/annual-clothing-store-sales-in-the-us-since-1992/)

[sales-in-the-us-since-1992/](http://www.statista.com/statistics/197640/annual-clothing-store-sales-in-the-us-since-1992/), acedido: 20 de Junho de 2014

The World's Billionaires, <http://www.forbes.com/profile/amancio-ortega/>, acedido: 04

de Junho de 2014

8. Anexos

Anexo 1 - Notícias dos media analisadas

Notícia	Descrição
The mark of Zara (20-05-2000)	Apresentado o desenvolvimento da marca Zara, do seu progresso. Conceito de vestuário mais acessível ainda que fashion. Expansão de lojas pelo mundo
O azar da Zara (06-09-2000)	Grande sucesso mundial com preços acessíveis. Principal ponto forte é produzir coleções em 15 dias. Crescimento sem investimento em marketing. Percalço no Brasil com desvalorização do real e moda brasileira bem estruturada
Zara anuncia su salida a Bolsa para reforzar su plan de expansión (21-07-2000)	Descrição da situação económica e financeira da empresa, bem como alteração de moeda (peseta para euro)
Zara invertirá 45.000 millones este año (04-02-2000)	Abertura de novas lojas pelo mundo
El grupo de la cadena Zara ganó un 33,7% más el año pasado (01-04-2000)	Destaque para criação Stradivariues e abertura novas lojas.
Zara aumentó su beneficio el 34%	Descrição do resultado alcançado.
Zara abre su primera tienda en Dinamarca (02-12-2000)	Na vertente de expansão internacional.
Inside Zara (28-05-2001)	Amancio Ortega um dos homens mais ricos do mundo. Descrição marca Zara e do número de lojas espalhado pelo mundo. Bem como os seus resultados e vendas comparado com outras grandes empresas do sector. Grande controlo e importância na manufatura e design das peças. Comparações com H&M, GAP e Nordstrom
Grupo da Zara aposta em Portugal em 2001 (02-05-2001)	Previsão de abertura de lojas para 2001 e cotação em Bolsa.
Inditez fija en 14,7 euros el precio de la acción para el tramo minorista (22-05-2001)	Fixou o preço de Oferta Pública de Venda para a estreia em bolsa. Os acionistas decidiram não maximizar o preço apesar da forte procura. Terá sido a oferta mais subscrita da bolsa

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

	espanhola.
Inditex invertirá 120 millones de euros en un centro en Zaragoza (17-11-2001)	Nova Plataforma logística junto de aeroporto e conectado com o mundo
Inditex gana un 31% más hasta julio por el tirón de las ventas (25-09-2001)	Explicado ganho pelo aumento do número de vendas e abertura de novas lojas
Inditex abrirá 175 tiendas a lo largo de 2001 (14-08-2001)	Irà abrir 175 novas lojas em 2001, sendo 119 no estrangeiro.
Zara se mide en la Bolsa (06-05-2001)	A volatilidade do mercado tem provocado sustos aos investidores. Com base na venda exterior, integração vertical do processo, desde desenho do produto até à sua localização em loja é feito em tempo recorde, o que leva a crescimento nos últimos anos.
El beneficio de Inditex crece un 31% en los nueve primeros meses (31-12-2002)	Prevê abrir mais 265 a 283 estabelecimentos. Redução da dívida a curto prazo.
Inditex entrega 809.790 acciones a sus empleados (03-12-2002)	Empregados ficam com 0,13% do capital social
El grupo textil Inditex eleva un 32% su beneficio en el primer semestre (20-09-2002)	Descrição do crescimento financeiro. Lojas contribuem para crescimento da factoração dos locais em que se localizam.
Amancio Ortega teje su segundo imperio (16-09-2002)	Número elevado de lojas abertas e boa cotação em bolsa por parte da Inditex. Amancio Ortega compra 1% de Gas Natural. Negócios familiares e participações minoritárias em várias empresas. Imperativo para Zara: cautela, análise, valores pouco especulativos e rentabilidade a longo prazo. Integração vertical ponto de sucesso da Zara.
Inditex pone un pie en el sureste asiático (08-09-2002)	Abertura de nova loja em Singapura. Grupo procura menos dependência de Espanha e procura mercados exteriores. Única loja até a altura na Ásia situava-se no Japão.
Amancio Ortega vende el 1,98% de Inditex (11-07-2002)	Com o objetivo de reduzir ser poder de controlo para 59,3%.
Inditex abre 56 nuevas tiendas de enero a marzo (28-05-2002)	60% mais que em mesmo período homólogo.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

Inditex pierde un 19,65% en Bolsa tras la publicación de los resultados (22-03-2003)	Resultado devido aos baixos resultados apresentados no dia anterior
El club de las grandes fortunas (28-02-2003)	Amancio Ortega sobe para o 18º posto dos homens mais ricos do mundo. Entrou para a lista pela primeira vez em 2001 no posto 43.
Zara revoluciona el mercado suizo con su primera tienda en Ginebra (05-01-2003)	Rápida reação da Zara leva a clientes a ficarem na fila mesmo antes da loja abrir no dia de nova coleção.
Zara prosigue la conquista de la región (18-03-2003)	27ª loja na região de Madrid a 50 metros do El Corte Inglés
Inditex invertirá 690 millones en la apertura de 360 nuevas tiendas (31-10-2003)	A estratégia do grupo para fortalecer a sua posição acontece na Europa, onde tem 78% das vendas
Inditex acumula una caída del 29% tras el desplome de ayer (13-12-2003)	Zara abandonou ontem por um momento os títulos generosos que tem desfrutado desde a sua saída em Bolsa para os seus planos de expansão. A explicação é feita pela onda de calor prolongada até ao Outono, afetando as vendas da coleção, depreciação do dólar e das moedas latino americanas.
Los grandes de la moda, a la intemperie (21-12-2003)	Queda de vendas e em Bolsa. Climatologia adversa na Europa provocou necessidade de eliminação de stocks, num sector de rotação alta. No RU vendia-se 20% mais barato que no período homólogo. H&M também tem crescido a ritmo menor.
Inditex gana el 39% más (19-12-2004)	Recuperação dos resultados financeiros e em bolsa. Abertura de 241 lojas.
El Grupo Inditex eleva hasta el 85% su participación en su filial de Japón, donde abrirá otras 30 tiendas hasta 2008 (19-05-2004)	Mercado Japonês mais exigente quanto à qualidade e é um dos centros de moda internacional
Inditex se dispara un 13% en Bolsa tras anunciar un generoso dividendo (26-03-2004)	Crescimento de vendas em 6% e generoso aumento de dividendo extraordinário de 21 cêntimos por ação
Zara chain takes fur off shelves (23-09-2004)	Inditex banuiu o uso de peles depois de ter provocado ira com uso de pele de coelho. Descrição do crescimento da Inditex.
"Zara" in Vilnius opens the largest store in the Baltic States (12-11-2004)	Maior loja no coração da cidade. Presente na Lituania, Estónia e Letónia.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

International News - Twelfth Zara for the US (04-06-2004)	12ª loja aberta nos EUA, na Califórnia
Zara: A model fashion retailer (22-07-2004)	História do percurso da Zara.
The future of fast fashion (16-06-2005)	Produção deliberada em pequenos lotes, para evitar excessos de oferta. Linhas substituídas rapidamente, criando valor de escassez.
Inditex eleva el beneficio el 28% en los nueve primeros meses (14-12-2005)	Empresa faz cumprir os objetivos
Zara se sitúa entre las cien mayores marcas del mundo (18-08-2005)	Situada no posto 77 das melhores marcas do mundo. Marca valorizada em 3.051 milhões de euros.
Inditex sigue con su expansión (13-05-2005)	Empresa duplica tamanho em 5 anos. Produz maior parte dos artigos em Espanha devido a necessidade de colocar no mercado seu produto em tempo record. Subiu para 30% as roupas fabricadas na Ásia .
Inditex – o futuro da fast fashion (24-06-2005)	Maior produção europa. Valor de escassez, mas probabilidade de ver mesma roupa noutra pessoa é reduzida. Ciclos de produção da Zara são muito mais rápidos que H&M ou Gap. Gasta 0,3% em anúncios, muito inferior aos competidores.
Inditex sets its sights on textile expansion in Asia (28-03-2005)	Zara abriu loja em Jacarta e na Indonésia. 8 novas planeadas para o Japão.
Zara becomes one of the world's most influential labels (15-02-2005)	8ª na lista de maior influência nos consumidores.
Research collaboration and math model guided intern through 'fast fashion' world (20-12-2006)	Zara consegue demorar 6 semanas, o que concorrentes demoram em 6 meses. Nova forma de encomendas para evitar acumulação de stocks numas lojas e falta de produto noutras.
Inditex Group opens its first Zara store in Shanghai (24-02-2006)	Nova loja na China e preocupações de reconstituição de lojas.
Inditex sube un 5% en Bolsa tras mejorar un 22% su beneficio (14-12-2006)	Abriu em 9 meses 326 novas lojas.
Una empresa subcontratada por Zara en Portugal utiliza mano de obra infantil, según un semanario (27-05-2006)	Denúncia sobre a utilização de mão de obra infantil em Portugal, meninos de 10 a 14 anos coziavam sapatos da marca.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

Inditex se convierte en el grupo textil de moda con mayor facturación de Europa (30-03-2006)	Ocupa o 3º lugar de melhores resultados atrás da H&M e GAP. Explica expansão da marca e do aumento do número de lojas.
Contratada da Zara em Portugal explora trabalho infantil (27-05-2006)	Irmãos costuram peças para a marca ao preço de 0,40 por par de sapatos. Situações gravíssimas contra o código de conduta da empresa.
Two market leaders with one goal: Zara Deutschland GmbH is to continue to be run as a joint venture between Inditex and the Otto Group (22-03-2006)	Estratégia internacional da Inditex com Otto Group
Inditex from Antwerp to Second Life (22-06-2007)	50 lojas na Belgica. 70ª empresa europeia com melhor performance
ZARA REFORÇA SUA EXPANSÃO NUMA CHINA SEDENTA DE MODA (20-08-2007)	Poder de classe média chinesa não pára de aumentar. Zara tem de enfrentar concorrência da C&A, Mango e Esprit também sediada em Hong Kong
Inditex sofre el frenazo del consumo y crece al menor ritmo en cuatro años (13-12-2007)	Penalização em bolsa como consequência. Atingiu record de lojas abertas. China e Rússia terão protagonismos na abertura de novas lojas.
Inditex, tras la rentabilidad de H&M (23-09-2007)	Inditex pode surpreender os clientes com modelos bem mais depressa que H&M. Vendas H&M cresceram 14,6% e da Inditex 19%, mas embora H&M seja mais barata e obtenha margens mais elevadas, a Inditex é mais flexível e cria maior capacidade de crescimento.
Inditex aumenta el dividendo (25-03-2007)	Ganhou mais de 1.000 milhões de euros em 2006
Inditex supera a Gap en red mundial de tiendas al llegar a los 3.135 establecimientos (16-03-2007)	Segue ritmo de 450 aberturas por ano.
Oysho's first shop in France (11-07-2007)	Europa é o maior ponto de rendimento da empresa. Reporte de bons resultados no primeiro semestre.
Sucesso sem crise (15-12-2008)	Abertura 456 lojas, mas custos de abertura aumentaram, lucros de 843 milhões euros. Crescimento vendas ao contrário dos concorrentes. Preços relativamente baixos.
Zara talking to potential partners (17-06-2008)	Apresentado interesse do mercado Indiano.
Spain's Inditex, DLF close to stitching	Empresa estuda o mercado Indiano.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

franchisee deal (21-07-2008)	
Inditex capea la crisis con un aumento en ventas del 14% hasta junio (16-07-2008)	Ações têm caído no último ano. Fatura fora de Espanha 7 em cada 10 euros.
Inditex autofinancia su crecimiento (14-12-2008)	65% das vendas é exterior. Revalorização em Bolsa de 21,62%.
Inditex aguanta la crisis del consumo por su red exterior (12-12-2008)	4.177 lojas em 71 países e controlo de gastos fez aumentar faturação em 11%.
Zara overtakes Gap to become world's largest clothing retailer (11-08-2008)	Maior loja de retalho do mundo, ultrapassando GAP. História da Inditex e evolução dos resultados financeiros.
Lucro do grupo Inditex cai 16% no 1º trimestre (10-06-2009)	Apesar do aumento das vendas em 5%.
Inditex reduz estimativas (10-03-2009)	Queda também dos concorrentes. Inditex com expectativas demasiado elevadas. Mercado espanhol retraiu de forma violenta o que contribuiu para situação. Concorrentes forçados a vender stock a preços com elevado desconto, a Inditex obrigada a vender com baixas margens.
Spain's Inditex turns sight on India (05-04-2009)	Espera abrir 25 lojas nos próximos 3 anos na Índia.
Inditex bags 'Multi Market Retailer of the Year' Award at WRC (08-05-2009)	Nomeada 'Multi Market Retailer of the Year'.
Zara vai passar a vender roupa através da Internet (17-09-2009)	Vai passar a vender on line em 6 países Europeus, limitada à marca Zara.
Baja el beneficio de Inditex por primera vez desde 2003 (11-06-2009)	Forte presença exterior e resultados permite acalmar investidores.
Inditex mantiene el beneficio gracias a los mercados exteriores (26-03-2009)	Abrirá 370 1 450 lojas, 95% no estrangeiro.
Inditex supera expectativas (23-09-2010)	Crescimento de 68% dos lucros.
Dono da Zara recebe 440 milhões em dividendos (18-03-2010)	Amancio Ortega tornou-se um dos 10 homens mais ricos do mundo. Ortega detém 59,3% do capital.
Spain's Inditex opens first Zara store in India (31-05-2010)	Abriu 1ª loja na Índia, em Mumbai.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

Las ganancias de Inditex se disparan casi un 70% pese a la crisis económica (23-03-2010)	Expansão internacional permitiu vendas muito diversificadas. Previsto expansão de venda on line a mais países.
Zara se estrena en la venta 'online' (01-07-2010)	De grande importância estratégica.
Las ventas en el exterior impulsan los resultados de Inditex (18-03-2010)	A diversidade geográfica é um bom antídoto contra crise.
5000th store: Inditex embraces eco-fashion (13-12-2010)	Objetivo de tornar-se mais ecológica, empresa pensa poupar no consumo de eletricidade e água.
Lucro da Inditex resiste à crise (16-12-2011)	Inditex manteve-se melhor que rivais e continuou expansão agressiva em novos mercados.
O eremedita da moda (23-07-2011)	Amancio Ortega homem mais rico de Espanha.
Zara Accused Of Alleged 'Slave Labor' In Brazil (17-08-2011)	Novo escândalo com trabalhadores, neste caso no Brasil.
Zara-owner Inditex profits from global expansion (21-09-2011)	Continua a aumentar lucros e a abrir nova lojas.
Roupas da Zara são fabricadas com mão de obra escrava (16-08-2011)	15 pessoas libertadas de mão-de-obra escrava no Brasil. Mais um caso que abala a conduta da empresa.
La gallega Inditex cumple una década en Bolsa con una revalorización del 315% (23-05-2011)	Uma década em Bolsa com descrição de evolução.
Inditex escapa a la crisis (16-01-2011)	Diversidade geográfica, rapidez de desenho, fabricação e distribuição para lojas dão vantagem ao grupo perante os seus competidores.
Lucros da Inditex atingem 944 milhões (19-09-2012)	Ásia foi a região de maior crescimento.
Spain's Inditex IPO sets a record (07-01-2012)	EuroStoxx 50 index tem caído 13% desde o início do ano em comparação ao sector.
How Zara Grew Into the World's Largest Fashion Retailer (09-11-2012)	História Inditex e a marca Zara.
Fashion forward (24-03-2012)	2 maiores marcas mundias de vestuário é Inditex e H&M. Problema da China é gerir a distribuição, apesar da sua produção barata. Inditex reage rapidamente a novas tendencias.

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

Dividendos Inditex (22-11-2012)	Inditex vive momento histórico dos seus títulos, conseguindo devolver um dos dividendos mais atrativos.
Grupo Inditex aumenta lucros em 32 por cento (19-09-2012)	Vendas cresce 7% e Ásia região com mais evolução.
Zara Owner to Continue Expansion as Profit Soars (19-09-2012)	Comparação Inditex, Gap e H&M em bolsa.
Inditex expansion sustains profit growth (13-03-2013)	Expansão da Inditex consegue manter o crescimento do seu lucro.
Zara's Secret To Success: The New Science Of Retailing (10-04-2013)	Inventários deve crescer menos que o rácio de crescimento das vendas. Ótimo nível de vendas e máximizção da margem bruta.
Is Up the Only Way for Zara Owner Inditex? (11-03-2013)	Expansão e altas expectativas de crescimento.
Inditex, dono da Zara, anuncia lucro recorde em 2012 (13-03-2013)	Apesar de recessão na Europa, Inditex cresce a um ritmo anual de 22%, graças à sua expansão na Ásia.
Inditex aumenta lucros em 22% em 2012 (13-03-2013)	(mesmo anterior)
The Year's Biggest Winner: Zara Billionaire Amancio Ortega(03-04-2013)	Amancio Ortega no 3º lugar como homem mais rico do mundo.
Amancio Ortega gana 813 millones en dividendos de Inditex en 2013 (04-11-2013)	Grças ao desempenho da Inditex e ao recebimento de dividendos, tornou-se um dos homens mais ricos do mundo
Lucro da Inditex sobe para 2377 milhões de euros (19-03-2014)	Dona da Zara aumentou dividendo em 10%, prevendo distribuir 1.500 milhões de euros.
Lucros da espanhola Inditex caem 7,3% para os 409 milhões, o que significa o maior decréscimo desde 2009. (11-06-2014)	Proposta de divisão de 5 novas ações por cada uma das antigas ("split"). Proposto também a divisão de pagamento dos dividendos.
Dona da Zara, Inditex registra menor crescimento desde 2001 (19-03-2014)	Promete acelerar investimento para abrir novas lojas, após resultados terem sido atingidos por desvalorização da moeda fora da zona euro e custo de renovação de lojas.
How Zara's founder Amancio Ortega has quietly built a US\$10-billion 'all cash' real estate empire (21-03-2014)	Estilo de vida e história de Amancio Ortega na Inditex

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

Ortega ingresará este año 894,4 millones en dividendos de Inditex (19-03-2014)	Pagamento de dividendos 10% superior ao ano anterior.
Patrão da Zara embolsa 900 milhões do lucro anual da Inditex (26-07-2014)	(mesmo anterior)
Dona da Zara regista quebra de lucros e avança com "stock-split" (11-06-2014)	Quebra de lucros mas ainda assim ultrapassou expectativas dos analistas. (Stock- split - explicado notícia anterior)

Anexo 2 - Lista de empresas da amostra

Nome	Bolsa
ABERCROMBIE & FITCH COMPANY	NYSE
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	Madrid
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS, INC.	NYSE
ANN INC.	NYSE
AOKI HOLDINGS INC.	Japão
AOYAMA TRADING CO.,LTD.	Japão
BEBE STORES INC	Nasdaq
BROWN(N.) GRP.	Londres
CATO CORPORATION (THE)	NYSE
CHARLES VOEGELE HOLDING AG	Suiça
CHIYODA UTE CO.,LTD.	Japão
COUNTRY ROAD LIMITED	Austrália
DILLARDS	NYSE
ESPRIT HOLDING LTD	Hong Kong
F&A AQUA	Japão
FAST	Japão
FOOT LOCKER, INC.	NYSE
GAP, INC. (THE)	NYSE
GUESS? INC	NYSE
HENNES & MAURITZ B	Estocolmo
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	Madrid
JD SPORTS	Londres
KOHL'S	NYSE
L BRANDS, INC.	NYSE
LOJAS RENNER	São Paulo
MEN'S WEARHOUSE INC/THE	Nasdaq
MOTHERCARE PLC	Londres
MR PRICE GROUP	Joanesburgo
NEXT	Londres
NISHIMATSUYA	Japão
NORDSTROM, INC.	NYSE
PARCO	Japão
REITMANS CANADA LTD	Toronto
ROSS STORES, INC.	Nasdaq

O setor do retalho de vestuário: Impacto da crise e caso Inditex

SHIMAMURA	Japão
SPECIALTY FASHION GROUP LIMITED	Austrália
THE FINISH LINE, INC.	Nasdaq
THE FOSCHINI GROUP	Joanesburgo
THE WET SEAL, INC.	Nasdaq
TJX COMPANIES, INC. (THE)	NYSE
TRUWORTHS	Joanesburgo
TSUTSUMI JEWELRY CO.,LTD.	Japão
UNITED ARROWS LTD.	Japão
URBAN OUTFITTERS, INC.	Nasdaq
WORKMAN CO.,LTD.	Japão

Anexo 3 - Variáveis analisadas pela literatura no cálculo da performance

Revista	Autor	Data	Amostra	Variável dependente	Variável independente
Management Science	Gaur et al. (2005)	1985 - 2000 US retailers (SIC)	311 empresas 3407 observações	Rotatividade de inventários	Margem Bruta (-) Intensidade de capital (+) Vendas inesperadas (+)
American Finance Association	Arthur Korteweg (2010)	1994 - 2004 NAIC (National Association of Insurance Commissioners)	290 empresas 29753 observações	Benefício / (Debt + Equity)	EBITDA/vendas (+) Depreciação (-) Alavancagem (-) Market-to-book (-) Activos tangíveis (+) Volatilidade rendimento (-)
Journal of Accounting, Auditing & Finance	Stephen H. Peanman (1991)	1969 - 1986 New York Stock Exchange (NYSE) American stocks Exchange (AMEX)	20 portfolios	Lucro	Price to book ratio (+)
Strategic Management Journal	Hitt et al. (1982)	S&P Data Service	93 empresas	Performance: PER ROE ROC Sales EPS	Administração Geral Produção Marketing Finanças Pessoal Relações públicas e governamentais
Managerial and Decision Economics	R. T. Hamilton, G. S. Shergill	1 Abril 1975 e 31 Março 1985 New Zealand Stock Exchange	103 empresas	Performance	ROE ROA Crescimento vendas Tamanho Risco Dívida I&D Concentração industrial

Anexo 4 - Cálculo da variáveis de performance

Descrição da variável	Cálculo da variável
ROA	$ROA = RO / \text{Ativo}$
ROS	$ROS = RO / \text{Vendas}$
ROE	$ROE = RL / CP$
Market – to - book value	$MTBV = \text{Valor de mercado} / \text{Valor contabilístico}$
Endividamento	$ENDV = \text{Total de dívida} / \text{Capital Próprio}$
Nº dias Inventário	$INV = 365 / (\text{custo mercadoria vendida} / \text{média de inventários do ano corrente})$