

# **Análise das Estratégias de Estrutura de Capital: Um Padrão de Sucesso no Setor Varejista?**

**Área: Política de Negócios e Economia de Empresas**

## **AUTORES**

**ANA CAROLINA COSTA CORRÊA**

Universidade de São Paulo  
carolcorrea@yahoo.com

**EDGARD MONFORTE MERLO**

Universidade de São Paulo  
edgardmm@usp.br

**VITOR FRIEDENHAIN**

Universidade de São Paulo  
vitor@nexoconsultoria.com.br

## **Resumo:**

A análise da evolução das estruturas de capital de empresas através do acompanhamento de seus indicadores financeiros proporciona um importante referencial para a avaliação das principais estratégias empresariais adotadas. Este feito pode ser especialmente adequado para a compreensão da estratégia do setor varejista com o recente processo de crescimento da competitividade internacional no Brasil, pela chegada de novas empresas. Utilizando-se a metodologia do estudo de caso, buscou-se comparar as decisões de estrutura de capital do grupo brasileiro *Pão de Açúcar* nos últimos dez anos com as da empresa norte-americana *Wal-Mart*. Como resultado deste estudo, se observou que as estruturas de capital de tais empresas são semelhantes, especialmente em relação às proporções de participação de capital de terceiros e de capital próprio. Porém, esta semelhança pode ser observada mais intensamente após a fusão do grupo *Pão de Açúcar* com o grupo *Casino* (de origem francesa). Esta semelhança suscita o levantamento da hipótese de existência de algum padrão de sucesso no setor varejista. Por outro lado, apesar da relevância da questão, sua comprovação necessita de trabalhos posteriores que não tenham o caráter exploratório deste.

## **Abstract:**

The analysis of the enterprises capital structures evolution through the accompaniment of their financial indicators gives an important referential to the evaluation of the main business strategies adopted. This fact can be especially adequate to the comprehension of the retail sector strategy in the recent process of the international competition growth in Brazil, because of the new companies' arrival. Using the methodology of case study, it were compared the capital structure decision of the Brazilian group *Pão de Açúcar* in the last ten years with the North American *Wal-Mart*. As a result of this study, it was observed that the companies capital structures are similar, specially the proportions of the third part capital and the own capital. But this similarity can be observed more intensively after the fusion of the *Pão de Açúcar* group with the *Casino* group (French origin). This similarity brings the thinking of the hypothesis of existence of some success standard in the retail sector. On the other hand, in

spite of the question importance, its confirmation needs posterior assignments that don't have the exploratory characteristic of this one.

### **Palavras-Chave:**

Setor Varejista; Análise Financeira; Estrutura de Capitais.

## **I. Introdução**

Nos últimos anos, vem se intensificando o movimento de globalização, caracterizado pela introdução de profundas mudanças nos cenários competitivos dos países. Este fenômeno tem por consequência o aumento das alianças estratégicas entre empresas para o aproveitamento de especificidades existentes nos mercados. Assim, intensificou-se o processo de internacionalização do mercado varejista brasileiro durante a década de 1990, conforme Alexander & Silva (2002).

Ainda conforme os autores supracitados, as mudanças no ambiente econômico (estabilização inflacionária) e a saturação dos mercados internacionais tradicionais (EUA e Europa) influenciaram o ambiente competitivo do setor varejista brasileiro, que passou a sofrer concorrência direta das multinacionais atuantes no setor com a chegada de grandes grupos internacionais como o *Wal-Mart*, *Ahold* e *Casino*.

Assim, as empresas brasileiras buscaram, de forma intensa, a modernização de suas atividades através do aumento da eficiência operacional e da realização de políticas de aquisições de redes menores, como foi o caso dos grupos *Carrefour* e *Sonae*. Isto fez com que grandes grupos obtivessem crescente presença regional, beneficiando-se de ganhos nas escalas nacionais de operação.

Através da análise da estrutura de capital, este artigo buscou identificar quais aspectos apresentaram similaridades nas estratégias financeiras de capital de dois grandes varejistas. Desta forma, foram estudadas a *Companhia Brasileira de Distribuição* (CBD) e o *Wal-Mart*.

A partir da análise conjunta e comparativa da evolução dos seguintes itens: proporção entre recursos próprios e de terceiros; descrição das fontes de recursos utilizadas e condições de uso dessas fontes em termos de prazo e custo, buscou-se a avaliação e comparação das estratégias dos grupos varejistas.

A importância do trabalho deve-se ao fato de tentar estabelecer uma relação entre a internacionalização de segmentos empresariais e sua influência sobre as decisões de estrutura de capital. Como se pode verificar no estudo, ambas as empresas após uma maior integração com os mercados globais financeiros passaram a operar com estratégias de estrutura de capital muito semelhantes.

O restante do trabalho está organizado da seguinte maneira: na *Seção 2* é feita uma breve revisão bibliográfica sobre o assunto; na *Seção 3* são apresentados o problema de pesquisa e o objetivo do trabalho; a metodologia empregada encontra-se na *Seção 4*; os resultados encontram-se na *Seção 5*; finalmente as considerações finais são discutidas na *Seção 6*.

## **II. Revisão Bibliográfica**

As empresas podem obter recursos de duas maneiras: dívidas ou patrimônio líquido. Essas duas formas de financiamento podem ser diferenciadas tendo como base suas características. Algumas diferenças podem justificar uma opção ou outra (DAMODARAN, 2002):

- as dívidas dão ao portador um direito sobre um fluxo determinado de caixa da empresa, representado pelo pagamento do principal e juros referente ao financiamento. Por outro lado, o portador de ações tem direito residual aos fluxos de caixa provenientes da organização, ou seja, o mesmo só recebe algo depois de atendidos todos os demais compromissos financeiros existentes;

- os empréstimos pagam juros, considerados despesa, sendo assim deduzidos do lucro e conseqüentemente reduzindo o imposto de renda a ser pago pela mesma. Por outro lado, os dividendos são pagos com o lucro líquido, não conferindo nenhum benefício fiscal à empresa;

- as dívidas possuem prazo de vencimento fixo. Nas ações, por seu caráter incerto quanto ao pagamento de dividendos, esse direito de recebimento de fluxos de caixa existe por período indeterminado.

Uma decisão importante que deve ser tomada pela organização é como captar recursos de longo prazo para fazer frente as suas necessidades, formando sua estrutura de capital que pode ser definida como mix (ou proporção) do financiamento de longo prazo de uma organização representada por dívidas, ações preferenciais e ordinárias (VAN HORNE & WACHOWICZ, 1997).

<b>Dívida</b>	<b>Patrimônio líquido / ações</b>
Direitos fixos	Direitos residuais
Dedutível do imposto de renda	Não dedutível do imposto de renda
Alta prioridade em dificuldades financeiras	Prioridade menor em dificuldades financeiras
Vencimento fixo	Vencimento não delimitado
Não exerce controle sobre a administração	Exerce controle sobre a administração

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002).

**Tabela 1 - Dívida X Ações.**

Para empresas de capital aberto, a forma mais tradicional de obter recursos para aumento do patrimônio líquido é através da emissão de ações ordinárias. O preço de uma ação pode ser estimado pela organização emissora, caso a empresa esteja iniciando a negociação de seus papéis em bolsa ou pode ser dado pelo mercado, caso a mesma já tenha ações negociadas em bolsa. As ações ordinárias diferem no direito de fluxo de caixa e voto. Alternativamente à emissão de ações, muitas empresas preferem utilizar mecanismos de dívida como forma de captação de recursos, gerando uma obrigação fixa de fazer pagamentos de fluxo de caixa a credores.

O endividamento bancário possui algumas vantagens para o tomador de recursos: permite que se tomem emprestados pequenos montantes de recursos e quando a empresa não é conhecida no mercado, a dívida permite a transmissão de informações para o financiador que facilitem a precificação e avaliação da operação de financiamento (DAMODARAN, 2002).

Entretanto, o mecanismo de financiamento via capital bancário também apresenta uma série de inconvenientes, pois o risco do endividamento pode ser tão alto que os administradores se tornam relutantes em assumir riscos insignificantes ou deixam de investir em bons projetos que necessitem de financiamento externo (DAMODARAN, 1997).

Van Horne & Wachowicz (1997) destacam os custos de transação que são os custos legais, administrativos, entre outros incorridos quando recursos são captados. Quanto maiores

forem esses custos, mais se reduz a capacidade da empresa de levantar fundos para investimentos em novos projetos.

A seguir, são apresentados os benefícios e custos da dívida para as empresas:

<b>Benefícios da dívida</b>	<b>Custos da dívida</b>
Benefícios em imposto de renda: quanto maior a alíquota, maior o benefício.	Custos de falência: quanto maiores os custos diretos e indiretos e a probabilidade, maior o custo total de falência.
Disciplina agregada: quanto maior a separação entre administradores e acionistas, maior o benefício.	Custos de <i>agency</i> : quanto maior a separação entre acionistas e financiadores, mais alto o custo.
	Perda de flexibilidade financeira: quanto maior a incerteza a respeito das necessidades de financiamento, mais alto o custo.

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002).

**Tabela 2 - Custos e benefícios da dívida**

Zechner (1996) e Faure-Grimaud (2000) destacam o efeito das decisões sobre estrutura de capital na política de marketing das empresas. Segundo os referidos autores, uma organização, ao tomar recursos emprestados de terceiros, tende a ter uma atuação no mercado menos agressiva num primeiro momento, como forma de se preservar como uma empresa solvente.

A partir de certo ponto, com o aumento do volume de empréstimos e a necessidade de honrar os recursos já tomados, as mesmas passam a ter atuação mais agressiva, visando o aumento de seu *market share*, vendas, lucros e conseqüentemente, fluxos de caixa para pagamento de dívidas. Esta forma de atuação pode despertar reações de concorrentes, dificultando a obtenção de êxito por parte da empresa endividada.

Em casos extremos, a situação pode evoluir para uma guerra de preços por participação de mercado, fato aceito pela organização portadora de dívidas, uma vez que se for à falência, seus acionistas terão responsabilidade limitada no patrimônio líquido sobre os passivos, confirmando a visão anteriormente apresentada de que, em casos extremos, os acionistas tendem a usar os recursos de credores de forma arriscada.

Van Horne & Wachowicz (1997) relatam que administradores podem usar mudanças na estrutura de capital da empresa para proporcionar informações ao mercado sobre o risco e rentabilidade da mesma. A suposição é a de que administradores possuem muito mais informações sobre a saúde financeira da organização do que agentes externos. Como os administradores recebem pagamentos e benefícios vinculados ao valor da firma, isto pode ser considerado um incentivo para que estes divulguem quando esta está subvalorizada.

Segundo os autores supracitados, as primeiras emissões de dívida por parte da organização trazem benefícios tributários, aumentando seu valor. Com o aumento da captação de recursos de terceiros, os custos da dívida, notadamente o de falência, sobem de forma a superar seus benefícios. A partir desse ponto, empréstimos adicionais diminuem o valor da empresa. O ponto de estrutura ótima de capital (mix entre ações e dívida de longo prazo) é dado quando os benefícios e custos marginais da dívida se igualam. Nesse ponto, o valor da organização é maximizado.

Entretanto, a análise de estrutura pode se modificar se a empresa operar em um mercado com restrições ao fornecimento de capitais de terceiros, como ocorre no caso da economia brasileira. Segundo Martelanc (1998), a restrição a capital de terceiros é caracterizada quando bancos possuem recursos que não conseguem emprestar e empresas buscam o mesmo, sem conseguí-los, configurando um quadro de racionamento. Nesse caso

especificamente, as taxas de juros e o custo dos empréstimos podem ser elevados alterando a capacidade de endividamento ideal de uma empresa.

Martelanc (1998) ressalta também que empresas nacionais de países em desenvolvimento podem ter seu desempenho prejudicado pela concorrência de organizações multinacionais, que obtém acesso a recursos mais baratos, quando em competição por mercados internacionais. No presente caso estudado, pôde-se observar que a aliança com o grupo *Casino* serviu como uma importante estratégia para o grupo *Pão de Açúcar* reestruturar sua estratégia de estrutura de capital ao possibilitar o ingresso de capital, permitindo maior acesso aos mercados financeiros e reduzindo o risco do negócio. Nesse sentido observou-se que esse movimento adquiriu o caráter de uma aliança estratégica.

No tocante a esta estratégia empresarial adotada pôde-se observar que este fato gerou mudanças sobre a decisão de estrutura de capital até então adotada pela empresa nacional. Neste momento é importante lembrar, conforme Deresky (2004), que as alianças estratégicas são sociedades entre duas ou mais companhias que chegam à conclusão de que a melhor maneira de atingir seus objetivos mútuos é pela combinação de seus recursos (financeiros, gerenciais e tecnológicos). Geralmente se incluem em três categorias: *joint ventures*, alianças acionárias estratégicas (existe um compartilhamento acionário) e as simplesmente baseadas em contratos.

Ainda conforme a autora supracitada, as principais motivações destes acordos são: compartilhar riscos, conquistar acesso a mercados específicos, reduzir riscos políticos, conquistar entrada rápida em um novo setor.

No caso analisado do grupo *Pão de Açúcar* o acordo ocorreu, de forma simplificada, pela existência da necessidade de um maior acesso aos mercados internacionais financeiros por parte da CBD no período analisado e de outro lado o interesse do grupo francês *Casino* de desenvolver atividades operacionais no Brasil o que acabou por ocorrer quando houve o aporte de capital no CBD em 1999. Neste aspecto, pode-se referenciar Coughlan *et alli* (2002) para afirmar que este fato permitiu a criação de um mecanismo de vulnerabilidade mútuo, gerador de compromisso, constituindo-se uma base para uma aliança bem sucedida, conforme a autora.

### **III. Problema de Pesquisa e Objetivo**

O principal objetivo deste trabalho foi suscitar a discussão sobre o elemento identificado de semelhança de estrutura de capital em segmentos com crescente competição internacional. Para isso, buscou-se identificar o impacto que a formação da aliança estratégica entre a *Companhia Brasileira de Distribuição* e o grupo *Casino* apresentou sobre os principais elementos de estrutura de capital da empresa, além de estabelecer uma análise comparativa do desempenho da empresa ao longo do período analisado em relação ao grupo *Wal-Mart*, buscando analisar as estratégias financeiras de ambos no tocante à estrutura de capital.

### **IV. Metodologia**

A metodologia escolhida para a execução do trabalho consistiu em um estudo de caso. Segundo Yin (2001), um estudo de caso é definido como uma investigação empírica que tem como base o estudo de um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto real, especialmente quando os limites entre o primeiro e o último não estão claramente definidos.

O autor destaca que o estudo de caso é uma ferramenta de análise útil quando se faz perguntas do tipo “como” ou “porque” sobre um conjunto de acontecimentos, fatos sobre os quais o pesquisador tem o mínimo ou nenhum controle. Seu objetivo é esclarecer uma decisão

ou um conjunto destas em termos do motivo pelo qual foram tomadas, como foram implantadas e quais resultados foram obtidos.

Segundo Castro (1977), os estudos de caso analisam situações particulares, não servindo como fonte de generalização para o comportamento de todas as demais empresas do setor, em nível mundial, neste caso específico, por exemplo.

O estudo de caso realizado neste trabalho é do tipo comparativo. O mesmo consiste na análise da estrutura de capital de duas empresas, sendo uma brasileira, a *Companhia Brasileira de Distribuição* - CBD (mais conhecida por sua principal marca: *Pão de Açúcar*) e uma americana, o *Wal-Mart*.

Ambas foram escolhidas por serem líderes no setor varejista em seus respectivos países, consideradas empresas de sucesso e *benchmarking* para as demais organizações atuantes neste ramo de atividade.

Neste caso, os dados foram coletados para dar uma visão geral aos participantes do mercado de capitais sobre a gestão financeira das empresas. No estudo, estes mesmos dados foram utilizados para analisar as organizações em relação aos objetivos propostos.

Os demonstrativos contábeis utilizados para a análise (balanço patrimonial e demonstrativo de resultados do exercício) foram extraídos dos relatórios públicos corporativos anuais das empresas, já que ambas são sociedades anônimas de capital aberto. O período de coleta dos dados foi de 1994 a 2004.

A correção dos demonstrativos financeiros da CBD foi feita com base no IGP-DI para 31/12/2004, por acreditar-se que este índice reflete com maior exatidão, comparativamente a outros índices de inflação, as variações nos preços ocorridas no país durante o período da análise.

Após isso, os demonstrativos em questão foram convertidos para dólares dos Estados Unidos, tendo como base a cotação do dólar comercial de venda de 31/12/2004, de forma a manter um padrão que possibilite a comparação entre as duas empresas.

Quanto aos demonstrativos financeiros da companhia norte-americana, estes foram corrigidos tendo como base o Consumer Price Index (CPI) do país, cuja justificativa é o mesmo argumento utilizado para a correção dos demonstrativos da CBD.

Após os procedimentos supracitados, foram calculados os índices financeiros, notadamente os de estrutura de capital, assim como os de liquidez e rentabilidade das empresas, que serviram, aliados aos demonstrativos, como suporte e ferramenta de apoio à análise e conclusões a respeito dos objetivos deste estudo.

Conforme Burt & Sparks (1997), ao serem estabelecidas comparações entre países no segmento de varejo devem ser tomados alguns cuidados, considerando-se que aspectos tributários-legais, operacionais e mercadológicos possam interferir principalmente nas margens de rentabilidade. Porém, no presente estudo foram analisados somente aspectos relacionados aos indicadores relativos e a sua evolução ao longo do período.

## **V. Resultados**

Antes de serem analisados os demonstrativos financeiros para a avaliação comparativa das estruturas de capital de ambas as empresas foi feita uma contextualização com a apresentação de um breve histórico de cada grupo.

### **Breve histórico da *Companhia Brasileira de Distribuição***

A *Companhia Brasileira de Distribuição* (CBD) foi uma das pioneiras do setor de varejo de alimentos no país. Atua há 55 anos no mercado nacional tendo introduzido a primeira geração de hipermercados e o supermercado virtual no Brasil.

A empresa foi fundada em 1948 com a abertura da *Doceira Pão de Açúcar*. Em 1959, ela inaugura seu primeiro supermercado na cidade de São Paulo, ao lado da doceira.

Nos anos 60, a CBD iniciou um ciclo de expansão, com a abertura de novas lojas e aquisição de supermercados já existentes localizados no Estado de São Paulo.

A década de 70 caracterizou-se pela diversificação do *portfolio* de negócios e a continuidade do ciclo de expansão da empresa, com a inauguração de hipermercados e compra de redes em vários estados do país.

Na década de noventa a empresa estreitou seu relacionamento com os consumidores, se concentrando no Brasil e em sua principal área de negócios, o varejo de alimentos.

Uma das etapas finais do processo de reorganização iniciado no fim da década de 80 ocorreu em 1995. No referido ano, a CBD abriu seu capital com a venda simultânea de lotes de ações no Brasil, Estados Unidos e Europa.

Em Agosto de 1999, o grupo francês *Casino Guichard-Perrachon* comprou 26% das ações preferenciais e 24% das ações ordinárias da CBD. A venda destas ações objetivou garantir maior liquidez à empresa, intensificando os investimentos em expansão da rede. O Grupo *Casino* tem como foco de atuação o varejo de produtos alimentícios e não-alimentícios em regiões como Europa, Ásia, América do Norte e América do Sul.

### **Breve histórico do Wal-Mart**

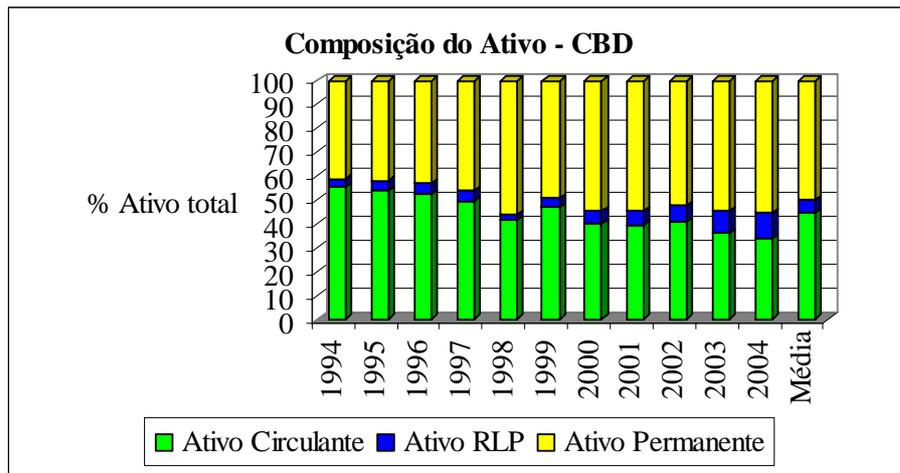
A empresa foi fundada em 1962 em Rogers, Arkansas (EUA) por Sam Walton, que adotou uma estratégia inicial de crescimento baseada na conquista de mercados onde não existissem hipermercados já atuando. Esta estratégia de crescimento via ocupação de mercado antes da concorrência ficou conhecida posteriormente (em teoria dos jogos) como a estratégia preemptiva da empresa (PINDYCK & RUBINFELD, 2002).

Em 1970 a empresa abriu seu capital e em 1979 ultrapassou um bilhão de dólares em vendas. No ano de 1990, o *Wal-Mart* se tornou a primeira rede varejista dos EUA. O início de suas operações no Brasil ocorreu em 1995 com a abertura de cinco unidades. Em 1997, a empresa atingiu US\$ 100 bilhões em vendas, tornando-se o maior empregador dos EUA (680.000 empregados) e em 1999 se tornou o maior empregador do mundo. Em 2002, o *Wal-Mart* foi considerado a companhia mais admirada dos EUA pela revista *Fortune* e neste mesmo ano atingiu um volume recorde de vendas para um único dia US\$ 1,43 bilhão. Em seus dados de 2003, a empresa é considerada o maior varejista mundial com vendas de, aproximadamente, US\$ 245 bilhões, mais de 1,4 milhão de funcionários e 4.700 lojas espalhadas pelo mundo.

### **Análise da Estrutura de Capitais da CBD**

Antes do início da análise da estrutura de capital propriamente dita, pode-se observar, através dos gráficos 1 e 2, a composição da estrutura da empresa em termos de ativo e passivo.

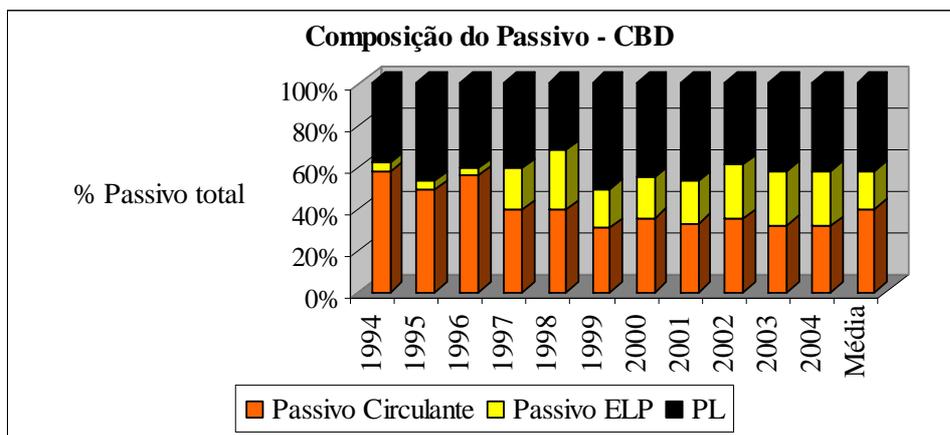
Segundo Iudícibus (1998), o ativo é representado por bens e direitos da empresa expressos em moeda. Este é dividido em três grupos: ativo circulante, que compreende os direitos realizáveis no exercício contábil seguinte, ativo realizável em longo prazo, que reúne os direitos realizáveis após o fim do próximo exercício contábil e ativo permanente que engloba os bens e direitos necessários ao desenvolvimento das atividades da organização.



**Gráfico 1 – Composição do Ativo – CBD.**

No que diz respeito ao ativo da CBD, observa-se um equilíbrio em termos de participação percentual na estrutura entre os ativos circulantes e os permanentes, girando os mesmos ao longo dos anos em torno de 47% do ativo total da organização. O ativo realizável a longo prazo é historicamente pouco representativo, girando em torno de 5% dos ativos totais da companhia alvo da análise. Porém, pode-se perceber uma tendência à imobilização do ativo nos últimos anos.

Segundo Iudícibus (1998), o passivo é representado pelas obrigações a pagar de uma organização, ou seja, os valores que a mesma deve a terceiros. Este se divide em passivo circulante, que são contas representativas de obrigações da empresa a vencerem no exercício social atual e exigível a longo prazo, que representam obrigações a vencerem após o encerramento do exercício social seguinte.



**Gráfico 2 – Composição do Passivo – CBD.**

Como visto acima, ao longo dos anos ocorreu uma redução do passivo circulante da empresa com o aumento, principalmente, do exigível a longo prazo, que, em 31/12/2004, correspondia a 27% do passivo total da organização. As contas de passivo circulante e patrimônio líquido respondiam por 31% e 42%, do passivo total na referida data.

O exigível a longo prazo da CBD é dividido basicamente em 3 grupos: financiamentos, debêntures e provisão para contingências.

Para a CBD, observa-se que a taxa de juros para o exigível a longo prazo (responsável por 26% do passivo total e 40% do capital disponível para a organização em 31/12/2004) varia entre 15,5% e 24,45% ao ano e seu prazo de vencimento se encerra em 2009.

O patrimônio líquido da CBD representava, aproximadamente, 42% do passivo total e 61% dos recursos de longo prazo disponíveis para a empresa em 31/12/2004.

### Análise da Estrutura de Capitais do Wal-Mart

Exatamente como foi feito para a CBD, antes da comparação da estrutura de capital entre as empresas, será feita uma rápida análise da composição dos ativos e passivos do *Wal-Mart* (gráficos 3 e 4, respectivamente).

Como pode ser observado no gráfico abaixo, a empresa não possui ativo realizável a longo prazo. Outra característica que chama a atenção é a redução, ao longo dos anos, do ativo circulante e aumento do ativo permanente. Assim, da mesma forma que na CBD, no *Wal-Mart* também pode-se observar a tendência de imobilização do ativo.

Isto pode ser explicado pela política da organização de busca constante de redução de estoques e eficiência operacional aliada ao aumento de imobilizado notadamente centrado na abertura de novas lojas, seja em seu país de origem, seja fora, através de sua divisão internacional.

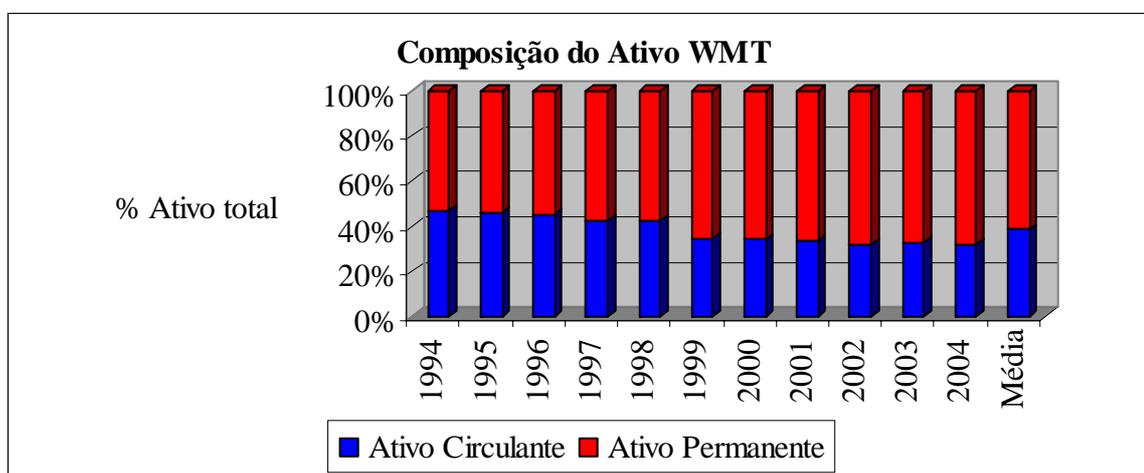


Gráfico 3 – Composição do Ativo do Wal-Mart.

Ao final de seu último exercício social, o ativo circulante e o ativo permanente representavam, 32% e 68% dos ativos totais do *Wal-Mart*.

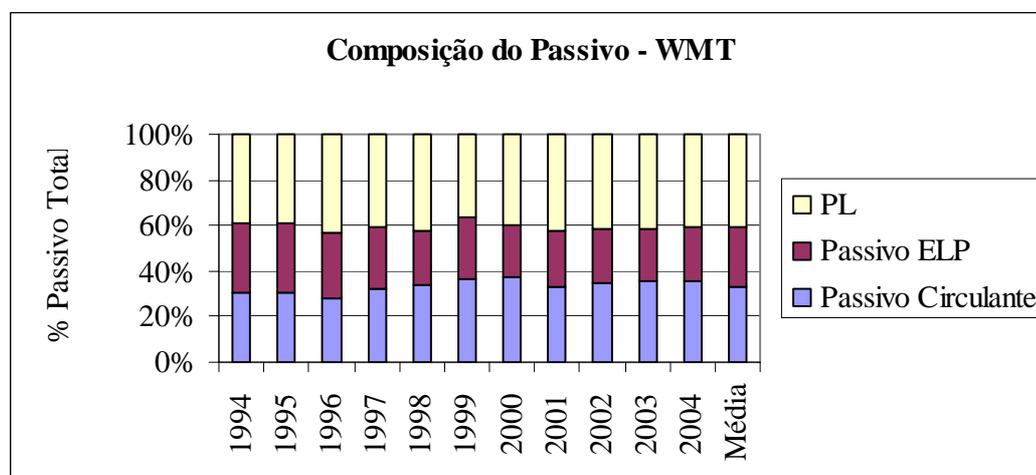


Gráfico 4 – Composição do Passivo do Wal-Mart.

O gráfico 4 mostra que, no que diz respeito à composição do passivo, a organização vem mantendo relativa estabilidade em relação às proporções do passivo total que representam o passivo circulante, o exigível a longo prazo e o patrimônio líquido.

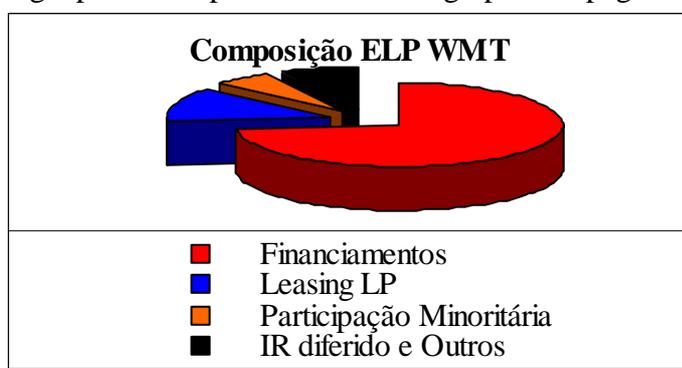
A supracitada composição do passivo pode ser explicada pelo fato da empresa-alvo da análise preferir fontes de recursos de terceiros por serem mais baratas em seu país de origem como forma de financiamento para os ativos.

O ativo permanente é financiado, prioritariamente nos últimos anos, por patrimônio líquido, notadamente, lucros acumulados devido aos altos índices de rentabilidade obtidos pela empresa em decorrência de suas operações. Assim, as fontes de financiamento de longo prazo, sendo preteridas, têm sua representatividade reduzida nos balanços do *Wal-Mart*.

Esta estratégia corrobora com o objetivo da organização de reduzir o índice dívida/passivo total para 40% no futuro.

A seguir, serão analisados com mais detalhes as fontes de recursos de longo prazo e o patrimônio líquido da empresa, componentes de sua estrutura de capital.

O exigível a longo prazo do *Wal-Mart* pode ser dividido em três grupos: financiamentos, leasing e passivos operacionais de longo prazo a pagar.



**Gráfico 5 – Composição do Exigível a Longo Prazo do Wal-Mart.**

Os financiamentos apontados no gráfico 5 foram obtidos pelo *Wal-Mart* em seu país de origem. Estes têm como objetivo o refinanciamento de dívidas de longo prazo e geração de caixa para futuros investimentos.

Segundo relatório da administração, a obtenção desse tipo de recurso por parte da empresa é fácil devido a seu *rating* e experiências anteriores bem-sucedidas com financiamentos de longo prazo.

As taxas de juros para os mesmos estavam variando de 4,38% a 10,88% ao ano, na referida época.

Em relação à maturidade, os financiamentos encontram-se relativamente bem distribuídos ao longo dos próximos anos. No entanto, é importante observar que quase 50% destes vencem no período que vai de 2009 a 2024.

Ao fim do último exercício contábil do *Wal-Mart*, seu patrimônio líquido representava 41% do passivo total e 64% dos recursos de longo prazo disponíveis para a organização.

### **Análise Comparativa das Estruturas de Capitais e Estratégias dos Casos Selecionados**

Pelos gráficos apresentados anteriormente, observa-se que a CBD, ao longo dos anos estudados, apresentou maior ativo circulante que o *Wal-Mart*, notadamente no que diz respeito às contas “caixa e bancos” e “clientes”. A empresa americana apresenta maiores investimentos em estoques, apesar da visão geral de eficiência da organização na administração deste item. Ambas apresentam tendência de redução, historicamente, deste grupo do ativo, refletindo a busca de eficiência na gestão de seu capital de giro.

A CBD apresentou ativo realizável a longo prazo devido principalmente a créditos com clientes e o governo, em oposição à empresa americana, que não tem este tipo de ativos.

No tocante aos ativos permanentes, ambas as organizações apresentaram um aumento da imobilização de capital, decorrente do investimento em novas unidades, às custas da citada redução do ativo circulante, tendência esta mais forte no *Wal-Mart*, que apresenta maiores índices de crescimento causados pela entrada em mercados internacionais.

Deve-se observar o fato de que nos Estados Unidos, os *leasings* são contabilizados no balanço patrimonial, procedimento diferente do que é realizado no Brasil onde esta operação só aparece no demonstrativo de resultados do exercício na forma de despesas. A conclusão apresentada acima é válida mesmo quando excluída a conta *leasing* do balanço da empresa americana.

Analisando o passivo das duas organizações, observou-se um uso maior de passivos circulantes por parte da organização brasileira, embora esteja havendo, historicamente, uma redução da representatividade deste grupo no passivo total da CBD. É importante destacar aqui o uso de um instrumento, o *commercial paper*, como fonte de financiamento da empresa norte-americana. Disponível para o *Wal-Mart*, permite que o mesmo tenha à sua disposição mais uma alternativa de recursos de curto prazo, reduzindo seu gasto com juros, comparativamente.

Após a análise dos ativos e passivos circulantes das empresas, maior atenção será dada à comparação das estruturas de capital das mesmas.

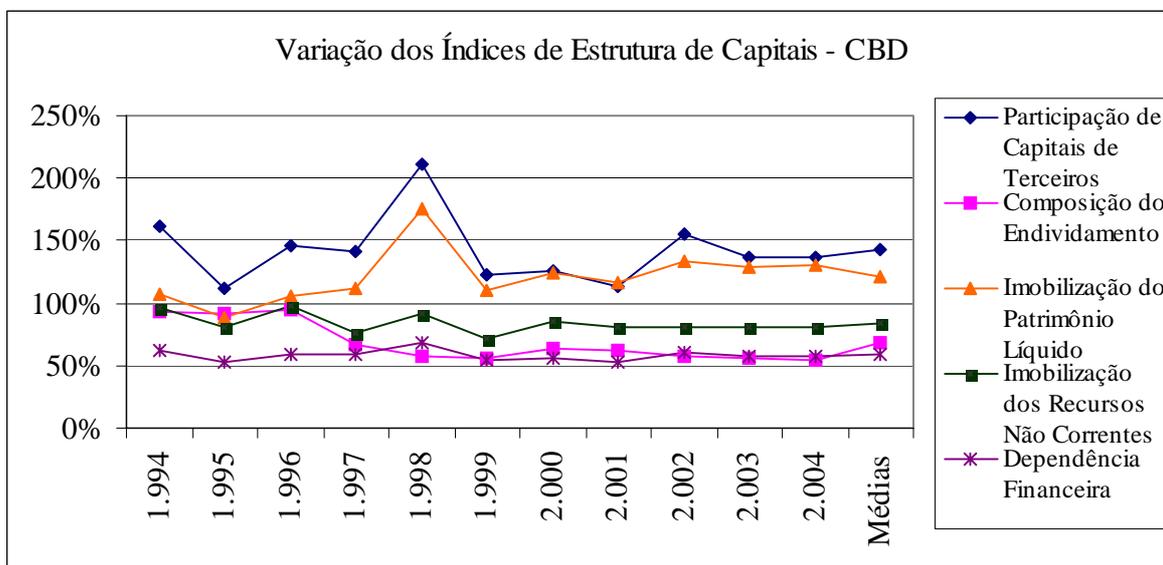
Os gráficos apresentados mostram que o exigível a longo prazo da CBD apresentou crescimento nos últimos anos, em oposição à tendência de queda apresentada pelo *Wal-Mart*, chegando a 27% e 23% dos seus passivos totais, respectivamente, ao fim de seu último exercício social.

Ambas as empresas utilizaram financiamentos de longo prazo de forma significativa. Como segunda mais importante conta do supracitado grupo, a organização brasileira tem as debêntures em oposição ao *Wal-Mart* que tem nesta posição a conta *leasing*.

O gráfico 6 mostra a variação dos índices financeiros (MATARAZZO, 2003) relativos à estrutura de capitais da CBD. Sabendo que todos estes índices são do tipo “quanto menor, melhor”, nota-se que em 1998 a empresa sofria falta de capital, já que sua imobilização do PL<sup>1</sup> cresceu muito, assim como a participação do capital de terceiros<sup>2</sup>. Desta forma, em 1999 ocorreu a entrada de capital pela inserção do grupo francês *Casino Guichard-Perrachon*, que comprou metade das ações da empresa. Esta entrada de capital próprio (aumento do PL) fez com que a participação de capitais de terceiros, bem como a imobilização do patrimônio líquido diminuíssem.

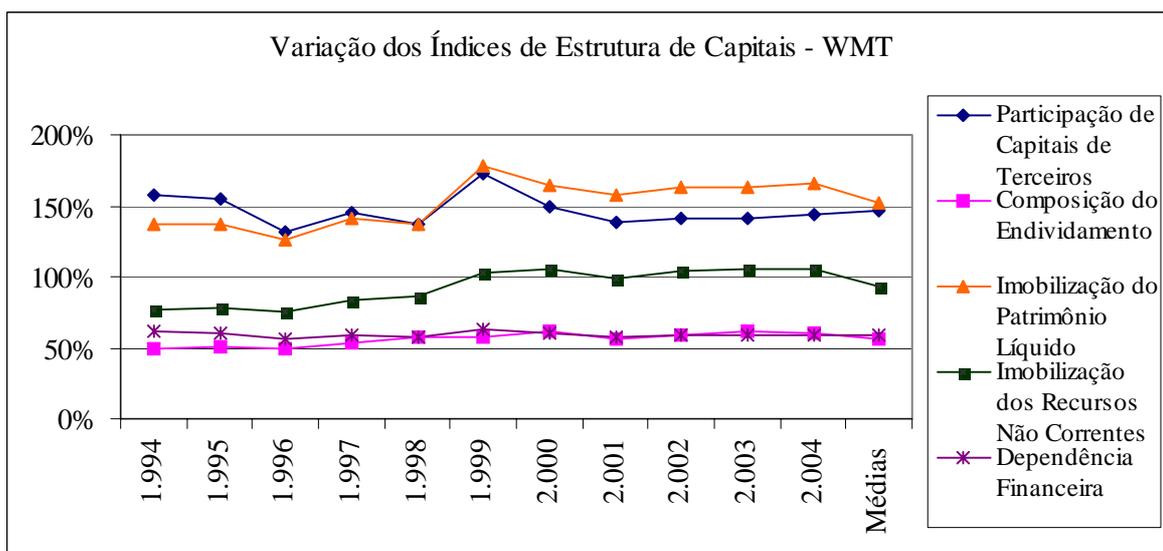
Os números de participação do exigível a longo prazo apresentados mostram que apesar da CBD se situar no Brasil, a organização apresenta índices muito semelhantes aos da empresa norte-americana, mesmo estando num país com restrições ao uso de capitais. Porém, esta análise só é válida para os últimos anos, depois de 1999, quando a organização passou a ter acesso ao mercado externo, através da aliança estratégica global feita com o grupo *Casino*. Esta aliança foi firmada para unir as necessidades e interesses diversos das duas empresas, pois desta forma, o grupo Pão de Açúcar passou a ter acesso ao mercado financeiro internacional a menores taxas de juros, além da inserção de capital próprio na organização, que resultou em uma melhora de seu perfil de endividamento como já foi visto, fazendo-o equiparar-se ao de grandes redes internacionais como o *Wal-Mart*. Por outro lado, o grupo *Casino* passou a ter presença em um mercado que até então não tinha penetração, ou seja, também foi uma decisão estratégica. Este tipo de parceria foi comum para este setor nos anos 90, já que esta era uma das estratégias usadas para enfrentar a concorrência no disputado setor varejista.

No entanto, deve-se levar em consideração o fato da empresa ter tido um salto no volume de recursos de longo prazo após 1997, ano em que passou a ser listada nas bolsas de valores de Nova Iorque, concorrendo com a empresa americana na captação de recursos em seu mercado de origem. Ao longo dos anos, este fato tem levado as organizações a apresentarem estruturas semelhantes, no que se refere a esta variável.



**Gráfico 6 – Variação dos índices financeiros de estrutura de capitais da CBD.**

Como pode-se observar nos gráficos 6 e 7, em relação à estrutura de capitais, o índice de participação de capital de terceiros da CBD é de 137% em 2004 e do *Wal-Mart* é de 143% no mesmo período. A composição do endividamento<sup>3</sup> da CBD é de 54% e do *Wal-Mart* de 61%. A imobilização do Patrimônio Líquido da CBD é de 131%, enquanto que a do *Wal-Mart* é de 165%. Por fim, a dependência financeira<sup>4</sup> tanto do *Wal-Mart* quanto da CBD em 2004 eram 58%. Estes dados confirmam as análises acima descritas sobre a semelhança atual da estrutura de capital das redes em estudo.



**Gráfico 7 – Variação dos Índices de Estrutura de Capitais do Wal-Mart.**

Porém, é importante destacar que o custo do exigível a longo prazo para a empresa brasileira foi muito maior, comparativamente ao do *Wal-Mart*. Isto influenciou o nível de despesas financeiras das duas organizações, permitindo maiores níveis de rentabilidade para a companhia norte-americana, que, aliada ao fato de sua presença em mercados de potencial e aos ganhos de escala internacional, levam a mesma ao acúmulo de lucros e a maiores índices de crescimento do patrimônio líquido. Além disso, vale ressaltar que as diferenças no sistema tributário dos dois países podem afetar o cálculo da rentabilidade e dos lucros, pela sua forma de contabilização e incidência diferentes.

Os índices de rentabilidade das duas organizações corroboram estas considerações, já que o giro do ativo<sup>5</sup> do *Wal-Mart* era de 2,48 em 2004, enquanto que o da CBD era 1,26; a margem líquida<sup>6</sup> do *Wal-Mart* era de 3,57% e da CBD era de 2,94%; a rentabilidade do ativo<sup>7</sup> do *Wal-Mart* era de 8,85%, ao mesmo tempo em que a da CBD era 3,72%. Porém, o índice que melhor explicita a grande diferença entre as rentabilidades das empresas é o índice de rentabilidade do Patrimônio Líquido<sup>8</sup>, já que a do *Wal-Mart* era 21,55%, enquanto que a da CBD era apenas 8,81%.

Assim, retomando as idéias anteriormente expostas, chega-se à conclusão de que as estruturas de capital das duas empresas alvo desta análise são semelhantes em termos de participações do exigível a longo prazo e patrimônio líquido no passivo total, podendo esta estrutura ser vista como uma espécie de padrão de sucesso pelos membros do mercado de capitais para empresas de varejos de alimentos (esta afirmação necessita de estudos adicionais que a comprovem, aqui apenas suscita-se a questão). Aparentemente esta semelhança se deveu ao fato da CBD possuir um sócio internacional e estar presente na bolsa de valores de Nova Iorque.

A influência do Brasil, seu país de origem, em sua estrutura de capital se dá de outra forma, ou seja, nas taxas de juros embutidas na captação de recursos de longo prazo feitas pela mesma, o que leva a sua rentabilidade ser consideravelmente menor do que a do *Wal-Mart*.

## **VI. Considerações Finais**

As estratégias das empresas líderes do setor varejista nacional acarretam reflexos em todos os segmentos desse setor. Com seus significativos planos de investimento, essas organizações objetivam garantir posição diante de um mercado competitivo e com elevado potencial de crescimento.

Assim, faz parte da estratégia dessas empresas a atuação em novos segmentos de mercado com diferentes formatos de ponto de venda, aproveitando as oportunidades do mercado. Também procurarão expandir sua atuação para outras regiões do país de forma a atingir os objetivos supracitados.

A partir da análise feita neste estudo, chegou-se a conclusão de que as estruturas de capital dos grupos varejistas líderes do mercado brasileiro (*Companhia Brasileira de Distribuição*) e do mercado norte-americano (*Wal-Mart*) são semelhantes, especialmente em relação às participações do exigível a longo prazo e do patrimônio líquido. No último ano, em ambos os grupos a participação do exigível a longo prazo girou em torno de 25% do passivo total. Porém, os empréstimos de curto prazo ainda têm grande participação nos dois casos, sendo que hoje representam em torno de 30% do passivo total (nota-se que a tendência desta conta, especialmente na empresa brasileira é de diminuição).

Os indicadores financeiros também corroboram a afirmação da semelhança entre as estruturas de capitais supracitadas, já que o índice de participação de capital de terceiros da CDB é de 137% em 2004 e do *Wal-Mart* é de 143% no mesmo período. A composição do endividamento da CBD é de 54% e a do *Wal-Mart* de 61%. A imobilização do Patrimônio

Líquido da CBD é de 131%, enquanto que a do *Wal-Mart* é de 165%. Por fim, a dependência financeira tanto do *Wal-Mart* quanto da CBD é de 58%.

Entretanto, pode-se considerar a estrutura de capital das empresas semelhantes apenas a partir de 1999, ou seja, depois da fusão da rede brasileira com o grupo francês *Casino*, que proporcionou para a CBD, além da capitalização da empresa, a sua inserção em mercados internacionais, e conseqüentemente, aumento da participação de recursos de longo prazo na sua captação.

Apesar da semelhança na estrutura de capital dos grupos em análise, deve-se levar em consideração a diferença na rentabilidade de ambas, já que o *Wal-Mart* apresenta índices de rentabilidade superiores aos do *Grupo Pão de Açúcar*. Esta diferença deve-se tanto às taxas de juros mais baixas pagas pelo *Wal-Mart*, fruto da maior liquidez do mercado norte-americano comparado ao brasileiro, quanto aos ganhos de escala mundial de sua operação. Porém, deve-se ressaltar que as diferenças de contabilização dos países e também dos sistemas tributários podem ter certa influência nestas considerações. Assim, após a observação deste padrão de evolução de estrutura semelhante entre ambos os grupos formula-se a pergunta: Será que existe uma estrutura de capital ideal que consegue ser generalizada para o nível mundial para o setor varejista, à semelhança com o que ocorre muitas vezes com padrões de comportamento para segmentos específicos de empresas nacionais?

Esta indagação emergiu pelo acompanhamento da evolução dos dados apresentados de ambas as empresas analisadas. Sua resposta carece de estudos adicionais, que envolvam um maior número de empresas. Entretanto, a pertinência desta pergunta é muito atual.

## VII. Bibliografia

ALEXANDER, N.; SILVA, M.L. *Emerging markets and the internationalization of retailing: the Brazilian experience*. International Journal of Retail & Distribution Management, v. 30, n. 6, p. 300-314, 2002.

BURT, S.; SPARKS, L. *Performance in food retailing: a cross-national consideration and comparison of retail margins*. British Journal of Management, v. 8, p 133-150, 1997.

CASTRO, C.M. *A prática da pesquisa*. McGraw Hill: São Paulo, 1977.

COUGHLAN A.T.; ANDERSON, E.; STERN, L.; EL-ANSARY A.I. *Canais de marketing e distribuição*. Bookman: Porto Alegre, 2002.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas aplicadas*. Bookman: Porto Alegre, 2002.

\_\_\_\_\_. *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons Inc.: New York, 1997.

DEMONSTRATIVOS financeiros Grupo Pão de Açúcar 1995 e 1994. Jornal O Estado de São Paulo, pág. B-6, 14 de fevereiro de 1996.

DERESKY, H. *Administração global: estratégica e interpessoal*. Bookman: Porto Alegre, 2004.

FAURE-GRIMAUD, A. *Product market competition and optimal debt contracts: the limited liability effect revisited*. European Economic Review 44, pág. 1823-1840, 2000.

IUDÍCIBUS, S. *Contabilidade introdutória / equipe de professores da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP*. Atlas: São Paulo, 1998.

MARTELANC, R. *Proposição e avaliação de política de hierarquização de fontes de financiamento sob restrições de capital*. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). São Paulo, 1998.

MATARAZZO, D.C. *Análise Financeira de Balanços*, 6 ed., São Paulo: Ed. Atlas, 2003.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D.L. *Microeconomia*. 5 ed., São Paulo: Prentice Hall, 2002.

Site IPEA-DATA – IPC-EUA. Disponível em:

<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?268242359>. Data de acesso: 14/04/2005.

Site IPEA-DATA – IGP-DI. Disponível em:

<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?268242359> . Data de acesso: 14/04/2005.

Site Grupo Pão de Açúcar. Disponível em: <http://www.cbd-ri.com.br/port/home/index.asp>.  
Data de acesso: 12/04/2005.

Site Wal-Mart. Disponível em: [www.walmart.com](http://www.walmart.com). Data de acesso: 10/04/2005.

VAN HORNE, J.C.; WACHOWICZ, J.M. *Fundamentals of financial management*. Prentice Hall, 1997.

YIN, R.K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Bookman: Porto Alegre, 2001.

ZECHNER, J. *Financial market-product market interactions in industry equilibrium: implications for information acquisition decisions*. *European economic review* 40, pág. 883-896, 1996.

---

<sup>1</sup> Ativo Permanente dividido pelo Patrimônio Líquido, indica quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada \$100 de Patrimônio Líquido.

<sup>2</sup> Relação entre Capitais de Terceiros (Passivo Circulante mais Exigível a Longo Prazo) e Patrimônio Líquido, indica quanto a empresa tomou de terceiros para cada \$100 de capital próprio.

<sup>3</sup> Relação entre o Passivo Circulante e capital de terceiros, indica qual o percentual das obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais.

<sup>4</sup> Relação entre o capital de terceiros e o ativo total, indica qual é a participação de terceiros no montante de recursos investidos no ativo.

<sup>5</sup> Proporção entre as vendas líquidas e o ativo, mede quanto a empresa vendeu para \$1 de investimento total.

<sup>6</sup> Relação entre o lucro líquido e vendas líquidas, indica quanto a empresa obtém de lucro para cada \$100 vendidos.

<sup>7</sup> Relação entre o lucro líquido e o ativo, demonstra quanto a empresa obtém de lucro para cada \$100 de investimento total.

<sup>8</sup> Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, têm como objetivo demonstrar o quanto a empresa obtém de lucro para cada \$100 de capital próprio investido.