

Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Custo Médio Ponderado de Capital de Empresas Familiares Brasileiras

Ieda Margarete Oro

Ilse Maria Beuren

Fábio Frezatti

Resumo:

O artigo objetiva analisar a relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras, como estratégia de financiamento. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva relacional, do tipo levantamento, de natureza quantitativa. A população compreende as 500 maiores empresas classificadas pela Revista Exame de 2005. A amostra não-probabilística e intencional de 253 empresas teve como critério principal de seleção possuir controle acionário brasileiro. Após ajustes na amostra, para 175 delas foi solicitado informar se são familiares e a geração que as administra. Destas, 86 responderam negativamente e 59 confirmaram a característica de empresa familiar. Em 39 delas foi possível analisar as demonstrações contábeis de 2004. As variáveis analisadas foram capital de terceiros e próprio (variável independente) e custo médio ponderado de capital (variável dependente). Os resultados indicaram correlação fraca entre as variáveis analisadas na primeira geração, moderada na segunda geração e moderada a forte na terceira geração ou mais. Conclui-se que há relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras pesquisadas, mesmo que em algumas gerações a correlação não seja forte.

Área temática: *Controladoria*

Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Custo Médio Ponderado de Capital de Empresas Familiares Brasileiras

Ieda Margarete Oro

Mestre em Ciências Contábeis pela
Universidade Regional de Blumenau – PPGCC/FURB
Rua Antônio da Veiga, 140, Sala D206, Bairro Victor Konder
Caixa Postal 1507 – Blumenau / SC - CEP 89012-900
E-mail: ieda@unoescsmo.edu.br - Telefone: (47) 3321 0565

Ilse Maria Beuren

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Regional de Blumenau – PPGCC/FURB
Rua Antônio da Veiga, 140, Sala D206, Bairro Victor Konder
Caixa Postal 1507 – Blumenau / SC - CEP 89012-900
E-mail: ilse@furb.br - Telefone: (47) 3321 0565

Fábio Frezatti

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade de São Paulo – FEA/USP
Av. Luciano Gualberto, 908 – Prédio 3
São Paulo/SP – CEP 05508-900
E-mail: ffrezatti@uol.com.br - Telefone: (11) 3091 5820

Resumo

O artigo objetiva analisar a relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras, como estratégia de financiamento. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva relacional, do tipo levantamento, de natureza quantitativa. A população compreende as 500 maiores empresas classificadas pela Revista Exame de 2005. A amostra não-probabilística e intencional de 253 empresas teve como critério principal de seleção possuir controle acionário brasileiro. Após ajustes na amostra, para 175 delas foi solicitado informar se são familiares e a geração que as administra. Destas, 86 responderam negativamente e 59 confirmaram a característica de empresa familiar. Em 39 delas foi possível analisar as demonstrações contábeis de 2004. As variáveis analisadas foram capital de terceiros e próprio (variável independente) e custo médio ponderado de capital (variável dependente). Os resultados indicaram correlação fraca entre as variáveis analisadas na primeira geração, moderada na segunda geração e moderada a forte na terceira geração ou mais. Conclui-se que há relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras pesquisadas, mesmo que em algumas gerações a correlação não seja forte.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. CMPC. Empresas Familiares Brasileiras.

Área Temática: 15. Controladoria

1 Introdução

As empresas familiares tem sido objeto de diversos estudos no meio acadêmico, principalmente por representarem um tipo de constituição empresarial importante no mundo. De acordo com o dossiê Retrato de Família (2003), os negócios familiares representam 80% do universo empresarial e suas operações respondem por metade do Produto Interno Bruto (PIB) mundial. No Brasil, segundo Oliveira (1999), as empresas familiares correspondem a mais de 4/5 da quantidade das empresas privadas brasileiras e respondem por mais de 3/5 da receita e 2/3 dos empregos quando se considera o total das empresas privadas.

É constituída no núcleo familiar e tem como finalidade principal atender as necessidades e desejos de seu fundador. Posteriormente, na medida em que se desenvolve, necessita de novos controles e processos de gerenciamento que garantam a sua continuidade. As organizações familiares, assim como as demais formas de constituição de empresas, precisam de estratégias competitivas de curto e longo prazo, para assegurar as condições de permanecer no mercado. Gerir e aplicar coerentemente os recursos financeiros é fundamental nas empresas familiares ou não-familiares, pois sem estes recursos a empresa não sobrevive.

Assim, o artigo objetiva analisar a relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital (CMPC) nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras que integram a lista das 500 maiores empresas do Brasil, conforme divulgação na Revista Exame – Melhores e Maiores de 2005, ano base 2004, como estratégia de financiamento.

A existência de variados tipos de financiamento dos ativos evidencia-se como uma das necessidades de gerenciamento que alteram a estrutura de capital e o seu custo. Quanto à estrutura de capital, Perobelli e Famá (2003, p. 10) destacam que “[...] não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa”. As empresas familiares são geralmente concebidas com uma estrutura de capital própria, que financia os ativos e proporciona investimentos para o desenvolvimento de suas atividades, mais adiante se utilizam de recursos de terceiros.

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) representa a média ponderada dos capitais investidos, indispensáveis para que a organização possa desenvolver suas atividades operacionais. Young e O’Byrne (2003, p. 148) destacam que “o custo do capital de uma empresa não é função somente do custo de remuneração dos capitais de terceiros e próprio, mas também do volume de cada uma dessas fontes na estrutura de capital da empresa”.

Portanto, o estudo está estruturado iniciando com esta introdução. Após discorre sobre o significado de empresa familiar, as gerações que as administram, estrutura de capital e custo de capital. Em seguida, evidencia os procedimentos metodológicos da pesquisa. Depois, analisa os dados das empresas familiares brasileiras, com destaque à estrutura de capital e ao custo médio ponderado de capital destas empresas e a correlação entre estrutura de capital e o CMPC. Por fim, apresenta as conclusões ao estudo realizado.

2 Aspectos conceituais de empresa familiar

Em diversas obras que discorrem sobre empresas familiares e suas dimensões (capital, família e empresa), todas destacam o envolvimento da família com a gestão da organização, muitas vezes gerando conflitos por poder, de relacionamento, financeiros, entre outros. De acordo com Donnelley (1977, p. 4), a “empresa familiar é aquela que está perfeitamente identificada com uma família há pelo menos duas gerações”.

Para Bernhoeft (1991, p. 35), “uma empresa familiar é aquela que tem sua origem e sua história vinculadas a uma família; ou ainda, aquela que mantém membros da família na administração dos negócios”. Entende que uma das características mais relevantes na empresa familiar refere-se à importância que desempenha a confiança mútua entre os membros que integram a empresa.

Lodi (1998) considera empresa familiar a organização que tem sua origem e história vinculadas a uma mesma família há pelo menos duas gerações, ou aquela que mantém membros na administração da empresa. Destaca que o empreendimento do fundador sem herdeiros não se caracteriza como uma empresa familiar, mas apenas um negócio pessoal.

Para Longenecker, Moore e Petty (1998), a expressão familiar deixa implícito que há o envolvimento de dois ou mais membros de uma família na vida da empresa, como administradores ou como proprietários. A gestão da empresa é exercida por membros da família com influência direta na tomada de decisão.

Entre os fundamentos relacionados, duas características parecem ser mais latentes nas empresas familiares: a participação majoritária da família no capital da empresa e membros da família na gestão do negócio. Cada geração que as administra possui características que se assemelham e permite classificá-la como tal.

2.1 Primeira geração

A primeira geração é marcada pelo início das atividades da empresa. O fundador é a pessoa marcante deste período. Tem a determinação e a convicção de todo desenvolvimento da empresa. Representa o pilar central de toda estrutura familiar.

Gersick et al. (1997) destacam que as empresas novas apresentam duas características comuns. A primeira é que seus proprietários gerentes estão no centro de tudo, investindo tempo, energia e recursos. O proprietário é o principal comunicador. A estrutura organizacional é mínima e informal; os procedimentos são definidos quando necessário e modificados muitas vezes. A segunda é que na maioria dos casos, a empresa está focalizada em um único produto ou serviço e aguarda uma chance para encontrar um nicho de mercado e se estabelecer a longo prazo.

Ussman (2004) menciona que o fundador é o primeiro a sentir ambigüidade da gestão própria da empresa familiar e representa a figura central dos dois sistemas, família e empresa, é o primeiro a confrontar-se com as contradições do seu duplo papel. Garcia (2001, p. 188) comenta que “este estágio é o momento de se promover o início da diferenciação família-empresa, evitando que se ingresse na segunda geração num nível alto de fusão, sob pena de ter-se aí grande potencial para geração de conflitos”.

Entre as dificuldades e problemas enfrentados pelas empresas familiares nesta fase apontam-se: caixa única da empresa e da família, utilização de bens da empresa para fins particulares, preponderância dos interesses da família nas decisões da empresa (GARCIA, 2001). A primeira geração deve dar continuidade nos negócios, buscando alternativas de perpetuação do negócio por meio de herdeiros ou profissionais capacitados que reúnam as condições de obter retorno de capital.

2.2 Segunda geração

A segunda geração é marcada principalmente pela sociedade entre irmãos. Neste estágio, o foco central deixa de ser o fundador e passa a ser a empresa. A organização está em desenvolvimento e novos membros da família passam a fazer parte da gestão da empresa como sócios, acionistas ou na função de gerentes ou diretores. Gersick et al. (1997) ressaltam que as empresas neste estágio enfrentam importantes organizacionais estratégicos e psicológicos. Geralmente são mais vulneráveis, à medida que tentam efetuar a difícil transição de uma empresa controlada por uma pessoa para uma organização mais complicada, gerenciada por muitas pessoas.

Os requisitos financeiros do estágio de expansão/formalização irão exigir uma combinação de re-investimento e novas fontes de capital. Uma vantagem do estágio da sociedade entre irmãos é que, se a empresa conseguiu conduzir bem o processo de transição

do proprietário controlador, deve ter relacionamentos sólidos com instituições financeiras e podem ser usados para um endividamento apropriado (GERSICK et al., 1997).

A segunda geração implica mudanças na estrutura organizacional e na condução dos negócios. As mudanças afetam também o quadro de pessoal. Os empregados mais antigos cultivaram ao longo dos anos uma relação informal e laços de amizade com o empresário. Ussman (2004) destaca que, enquanto as gerações antigas valorizam lealdade, estabilidade e segurança, os novos desejam profissionalismo, mudança, desenvolvimento. Pode-se perceber que é uma nova visão da empresa, o dinamismo e a motivação são ingredientes ativos neste momento.

2.3 Terceira geração ou mais

Há uma tendência não generalizada de a terceira geração ter uma concentração de primos como membros da família empresária. Garcia (2001, p.197) aduz que, “o crescimento exponencial dos membros das famílias empresárias e a conseqüente pulverização do capital, a tendência é de uma diminuição de empresas familiares na situação de consórcio de primos”.

Gersick et al. (1997) descrevem-na como um tipo de empresa familiar complexa, com várias gerações e de propriedade de primos que atingiu um estágio maduro de desenvolvimento. Para Ussman (2004, p. 64), em alguns casos a “3ª geração começa a ceder as suas posições no capital aos primos o que reduz o número de proprietários da empresa e facilita a sua gestão”. Destaca que neste período ocorre a primeira e significativa cisão entre os membros da família. Em outros casos mantêm-se proprietários, mas, afastam-se da direção e a empresa é levada pelos que aí trabalham.

Os desafios impostos à terceira geração não são diferentes dos que se apresentam aos demais tipos de composição familiares. Uma das características das empresas gerenciadas por membros deste estágio é que enquanto estava na segunda geração um número reduzido de pessoas da família estava na empresa, na terceira geração ocorre a concentração de capital na mão dos membros que continuam ativos.

O destino da empresa depende da adequação de cada membro e na sua forma de operar. Ussman (2004) diz que a organização, os produtos, os mercados, esgotam-se ou alteram-se, o que representará sempre um desafio para cada nova geração familiar. Algumas empresas já passaram por esta fase e são propriedade e direção da quarta, quinta ou sexta geração. São pouco representativas em termos de quantidade, mas provam que é possível perpetuar uma empresa familiar desde que repensada periodicamente.

3 Estrutura de capital

Sobre a estrutura de capital da empresa, Silva (1998) relata que esta abrange a composição de suas fontes de financiamento. Os recursos aplicados em ativos são oriundos dos proprietários da empresa ou de terceiros, e tanto os sócios quanto os credores esperam justa remuneração pelo fornecimento de recursos.

Muitos são os fatores que influenciam as decisões quanto a estrutura de capital e a determinação da estrutura de capital ótima que não é uma ciência exata (BRIGHAM; HOUSTON, 1999). Por isso que empresas do mesmo setor têm estruturas de capital diferentes. Para Gitman e Madura (2001), um nível de endividamento para um setor econômico pode ser arriscado para outro, como conseqüência de características operacionais divergentes entre os setores.

O conceito de estrutura de capital, segundo Assaf Neto (2004), está vinculado à proporção de recursos próprios e de terceiros a ser mantido por uma empresa que leva a maximização da riqueza para os seus acionistas. A estrutura de capital desejada deve compor fontes de financiamentos que potencializem os resultados, minimizando os custos totais.

4 Custo de capital

Assaf Neto (2004 p. 355) destaca que “o custo de capital de uma empresa reflete, em essência, a remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos (credores e acionistas)”. O custo de capital, segundo Sanvincente (1997, p. 75), representa “o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às fontes de capital [...] ou taxa mínima que os projetos de investimentos devem oferecer como retorno”.

Para determinação do custo do capital próprio, conforme Weston e Brigham (2000), torna-se necessário a aplicação de um modelo denominado de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Explicam que, para conhecer o total dos recursos, proporções alvo da dívida, das ações ordinárias e preferenciais, juntamente com os custos componentes de capital é utilizado o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ou também conhecido como Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

Damodaran (2002, p. 127) destaca que o “custo de capital é a média ponderada dos custos de diferentes componentes do financiamento, com pesos baseados nos valores de mercado de cada componente”. Ou seja, o custo da dívida representa a taxa de mercado que a empresa está disposta a pagar, ajustada em relação à quaisquer vantagens tributárias decorrentes de empréstimo.

Frezatti (1998, p. 7) explica que o CMPC é “composto pela ponderação dos recursos que financiam as operações da organização, tanto recursos próprios como de terceiros”. E “quanto aos recursos próprios [...] são considerados à luz do risco existente, sendo que o retorno deve recompensar o investidor pelo risco incorrido, diferenciado por meio do beta apurado”. Para Ross, Westerfield e Jaffe (1997, p. 271), a fórmula amplamente aceita para calcular a taxa de CMPC, após os impostos, assume a seguinte expressão:

$$CMPC = \left[\frac{E}{V} \times Re \right] + \left[\frac{D}{V} \times Rd \right] \times (1 - Tc)$$

Onde:

- CMPC taxa de custo médio ponderado do capital;
- Tc alíquota do imposto de renda e da contribuição social da pessoa jurídica;
- E valor do capital próprio da empresa (em R\$);
- D valor do capital de terceiros da empresa (em R\$);
- V E + D (valor do capital total, em R\$);
- E / V proporção do capital próprio sobre o financiamento total da empresa (em valores);
- D / V proporção do capital de terceiros sobre o financiamento total da empresa;
- Re coeficiente ou taxa de custo do capital próprio (CAPM);
- Rd coeficiente ou taxa de custo do capital de terceiros.

Verifica-se que o coeficiente CMPC da empresa é a taxa de retorno global exigida da empresa. Resulta de uma média ponderada dos custos do capital emprestado e do capital dos proprietários da empresa (GITMAN; MADURA, 2001). No caso do capital de terceiros, se houver mais de um tipo de títulos de dívida, deve haver um cálculo para cada tipo, e os resultados devem, em seguida, ser tratados de forma ponderada (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1997).

Portanto, o custo de capital representa a taxa de retorno do capital investido. O CMPC é uma metodologia de identificação deste custo de capital. A composição do CMPC reúne variável da estrutura de capital da empresa e variáveis de mercado e/ou econômicas.

4.1 Custo do capital próprio

Para identificar o custo do capital próprio é necessário conhecer o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM). Young e O'Byrne (2003, p.150) apresentam e explicam a fórmula do CAPM: $E(R) = R_f + \text{beta} [E(R_m) - R_f]$. Em que $E(R)$ é o retorno esperado sobre qualquer ativo de risco, R_f é o retorno sobre um ativo livre de risco (pode ser um título do tesouro), o beta é uma medida do risco e $E(R_m)$ é o retorno no mercado de ações (normalmente dado pelo S & P 500, FT-100 ou algum outro índice do mercado).

Kives (2004) observa que, para empresas localizadas nos países em desenvolvimento encontram-se dificuldades para estimação das três variáveis do CAPM (pressupõe a hipótese de mercado em equilíbrio): taxas livres de risco, betas e prêmios de mercado. Para contornar essas dificuldades, Damodaran (2002) sugere, para o cálculo do custo do capital próprio destas empresas, a utilização do modelo CAPM com dados norte-americanos, ajustado ao chamado Risco-País.

a) Taxa Livre de Risco

Na pesquisa utilizou-se como taxa livre de risco (R_f) a do CDI – Certificado de Depósito Interbancário, que são títulos de emissão das instituições financeiras que lastreiam as operações do mercado interbancário. Os dados foram obtidos pelo sítio do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br). A taxa utilizada foi 16,17% a.a. referente ao ano de 2004.

b) Prêmio de Risco de Mercado [$E(R_m) - R_f$]

Como referência do mercado (retorno do mercado) foi utilizado o índice da Fundação Getúlio Vargas, FGV-100, pois o mesmo é composto por 100 ações de empresas médias, que se acredita representar melhor as empresas em análise. O índice gerado pela FGV para as 100 empresas não-bancárias mais líquidas negociadas nas bolsas de valores brasileiras (FGV-100) como representativas de uma carteira eficiente de mercado. O índice identificado no ano de 2004 foi de 28,77%.

c) Coeficiente de risco sistemático – Beta (β)

O beta representa a taxa de risco sistemático da empresa e significa que a empresa possui volatilidade de intensidade igual à variação média da bolsa. Para Young e O'Byrne (2003), o “beta mede a volatilidade do preço da ação de uma empresa em relação ao mercado de ações como um todo. O beta reflete o risco de mercado em relação ao risco específico da empresa, e não pode ser diversificado”.

O custo do capital próprio das empresas familiares de capital fechado foi obtido através do conceito beta estimado. Damodaran (2002) explica que os betas de empresas comparáveis podem ser utilizados para estimar o beta de uma empresa não-negociada ou de capital fechado. Optou-se, neste estudo, consultar o beta das demais empresas do setor, que presumidamente tem o risco sistemático semelhante.

Para obter o beta estimado de cada empresa sociedade anônima de capital fechado ou aberto, utilizou-se como referência o mesmo segmento operacional de atividade da empresa pesquisada na *New York Stock Exchange* (NYSE). Para as empresas sociedades anônimas de capital aberto foi utilizado o beta próprio extraído da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Algumas empresas de capital aberto apresentavam o beta na forma de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN). O critério selecionado nesta pesquisa foi de identificar se a empresa possuía ações do tipo ON, se não possuísse esta modalidade, utilizou-se o tipo PN, ou ainda estimado. Os dados foram coletados por meio da Consultoria Econômica no período base de 2004. Para ilustrar o cálculo do custo do capital próprio nas empresas pesquisadas, demonstra-se o efetuado para a empresa Armazém Martins, da primeira geração.

$$E(R) = R_f + \text{beta} [E(R_m) - R_f]$$

$$E(R) = 16,17 + 0,56 [28,77 - 16,17]$$

$$E(R) = 23,23\%$$

Observa-se que a empresa apresenta um custo de capital próprio de 23,23%. Procedimento idêntico foi adotado para o cálculo nas demais empresas que integram as gerações das empresas familiares.

4.2 Custo médio do capital de terceiros

Para Assaf Neto (2004, p. 356), “o custo do capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa”. O custo do capital de terceiros por meio das despesas financeiras na Demonstração do Resultado do Exercício ou nas Notas Explicativas. Estas incluem informações sobre Empréstimos e Financiamentos, fornecendo detalhes das linhas de financiamentos das empresas, destacando ainda o montante e os encargos financeiros de cada linha.

Constatou-se que as empresas utilizam-se basicamente de financiamentos de curto e longo prazo, nas modalidades estabelecidas por Capital de Giro e BNDES/FINAME. Para aquelas empresas em que não foi possível determinar o custo do capital de terceiros foram adotadas taxas de juros calculadas pela média ponderada, conforme Quadro 1.

Modalidades/Taxas Utilizadas	Composição/Taxas Efetivas
BNDES/FINAME = 15,06% a.a.	Custo Financeiro = TJLP = Média no ano de 2004: 9,81% Remuneração média BNDES para grandes empresas: 3,25% a.a. Remuneração média da Instituição Financeira: até 2%
Capital de giro = 31,08% a.a.	Taxa de juros média no ano de 2004.

Quadro 1 – Custo da estrutura do capital de terceiros das empresas

Fonte: adaptado BNDES (www.bndes.gov.br) e BCB (www.bcb.gov.br).

As modalidades selecionadas para identificação do custo do capital de terceiros nas empresas pesquisadas foram capital de giro (31,08%) no curto prazo e BNDES/FINAME (15,06%) para longo prazo.

5 Procedimentos metodológicos da pesquisa

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva relacional, do tipo levantamento, de natureza quantitativa e com corte seccional. De acordo com Martins (1994, p. 28), a pesquisa descritiva “tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”.

A população refere-se aos sujeitos que se constituem nos objetos de estudo. O universo definido para este estudo são 253 empresas que integram a lista das 500 Melhores e Maiores da Revista Exame, publicada em 2005, ano base do exercício de 2004, que tem como característica controle acionário brasileiro. A amostra extraída da população alvo configura-se como não probabilística ou intencional. Os critérios considerados são as empresas familiares, ou seja, estão sob comando familiar e possuem controle acionário brasileiro.

Do montante das empresas que compõem a amostra, devido as suas características, foram excluídas as seguintes: 20 de serviços públicos; 11 de serviços diversos; 13 de telecomunicações; 14 cooperativas; e 20 empresas de outros segmentos que não apresentam característica familiar, por exemplo empresas estatais. Depois de excluídas essas empresas com características não familiares, a amostra do estudo resultou em 175 empresas.

Para identificar as empresas que estão sob comando familiar e a geração que está administrando-as foi utilizada técnica de sondagem, enviando o questionário por e-mail. Foram enviadas 165 mensagens por correio eletrônico. Algumas empresas também foram contatadas por telefone. Do total de 175 empresas, para 10 não foram identificados os

respectivos sites e endereços de contato, 20 não responderam ou não fornecem informações, 86 responderam como sendo não familiares, 59 responderam possuir característica familiar.

Foram consideradas empresas familiares, aquelas que possuem algum membro da família fundadora na gestão, em funções de gerência ou diretoria ou no conselho de administração. Quanto às gerações buscou-se identificar a geração mais antiga que está na gestão da empresa. Portanto, considerou-se empresa familiar: a) quem tem controle acionário brasileiro, informação extraída da Revista Exame - 500 Melhores e Maiores de 2005; e b) está sob comando familiar, conforme informado no contato com a empresa.

O período de análise das variáveis, estrutura de capital e lucro operacional, limitou-se ao ano de 2004. Os dados foram extraídos das demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício) e relatórios complementares (Notas Explicativas) e submetidos à análise descritiva.

Portanto, dadas as características próprias das empresas, os resultados da pesquisa não abrangem outras formas de organizações societárias. As limitações estão nas especificidades das empresas familiares. Convém ainda lembrar que este conjunto de análises não permite determinar as razões da constituição daquelas estruturas de capitais, se houve expansão dos negócios ou se esta estrutura objetiva cobrir deficiências operacionais.

6 Análise das empresas familiares brasileiras

As empresas familiares pesquisadas foram classificadas pelas gerações que as administram (considerando que, quando há mais de uma geração, optou-se pela mais antiga). A ordem de classificação está de acordo com a Revista Exame – Melhores e Maiores de 2005.

6.1 Estrutura de capital

Cada empresa familiar que participa deste estudo possui uma estrutura de capital própria. A Tabela 1 apresenta as empresas familiares que fazem parte da primeira geração e sua estrutura de capital.

Tabela 1 – Estrutura de capital nas empresas familiares de primeira geração

Classif.	Empresa	Capital Terceiros		Capital Próprio		Capital Total	
			%		%		%
106	Armazém Martins	479.972	79,35	124.884	20,65	604.856	100,00
188	Grendene	312.103	29,67	739.689	70,33	1.051.792	100,00
211	Lojas Colombo	501.316	75,71	160.816	24,29	662.132	100,00
251	Videolar	397.789	43,77	511.065	56,23	908.854	100,00
269	Arcom S.A.	231.920	46,55	266.348	53,45	498.268	100,00
290	Jamyr Vasconcellos Construtora Queiroz	149.215	48,91	155.861	51,09	305.076	100,00
274	Galvão	138.011	12,41	974.239	87,59	1.112.250	100,00
301	Lojas Cem	130.773	24,80	396.636	75,20	527.409	100,00
360	Granol	139.035	41,77	193.810	58,23	332.845	100,00
368	Vipal	295.147	52,70	264.908	47,30	560.055	100,00
428	Renner Sayerlack	241.922	73,43	87.515	26,57	329.437	100,00
442	Farmácia Pague Menos	210.384	81,26	48.521	18,74	258.904	100,00
445	Agripec	305.733	56,87	231.913	43,13	537.646	100,00
446	Azaleia	211.130	37,14	357.342	62,86	568.472	100,00
451	Sbt	427.063	76,71	129.639	23,29	556.702	100,00
485	Providencia	78.882	15,28	437.441	84,72	313.190	100,00
488	Nortox	74.116	18,11	335.220	81,89	409.336	100,00
Média		254.383	47,91	318.579	52,09	572.962	100,00

Mediana	231.920	46,55	264.908	53,45	537.646	100,00
Desvio-padrão	130.796	22,64	235.880	22,64	238.696	0,00

Fonte: demonstrações contábeis (em milhares de reais).

Na composição da estrutura de capital, as empresas pertencentes à primeira geração utilizam, em média, mais capital próprio (52,09%) do que capital de terceiros (47,91%), representando uma variação de 4,18%. A mediana indica esta mesma tendência 53,45%. As empresas familiares neste estágio estão sob influência do proprietário controlador e variam muito de porte.

A Tabela 2 relaciona as empresas familiares que fazem parte da segunda geração e sua estrutura de capital.

Tabela 2 – Estrutura de capital nas empresas familiares de segunda geração

Classif	Empresa	Capital		Capital		Capital	
		Terceiros	%	Próprio	%	Total	%
34	Sadia	3.311.084	64,88	1.792.175	35,12	5.103.259	100,00
120	Weg	598.377	44,58	743.984	55,42	1.342.361	100,00
189	Tigre	725.410	67,04	356.627	32,96	1.082.037	100,00
231	Zaffari	404.079	31,87	863.641	68,13	1.267.720	100,00
233	Magazine Luiza	467.568	85,58	78.796	14,42	546.364	100,00
246	Sotreq	387.954	64,49	213.655	35,51	601.609	100,00
250	Camargo Correa	265.254	40,88	1.202.217	59,12	1.756.150	100,00
	Camargo Correa -Cim						
325	Caue	717.877	40,88	1.038.273	59,12	1.756.150	100,00
374	Weg Exportadora	747.501	76,79	225.917	23,21	973.418	100,00
427	Panvel Farmácias	79.931	44,37	100.196	55,63	180.127	100,00
497	Yoki	98.900	60,28	65.176	39,72	164.076	100,00
498	Nova America	215.230	55,16	174.971	44,84	390.201	100,00
Média		668.264	53,09	585.727	46,91	1.253.991	100,00
Mediana		435.824	52,43	352.349	47,57	1.027.728	100,00
Desvio padrão		828.050	18,99	523.069	18,99	1.257.490	0

Fonte: demonstrações contábeis (em milhares de reais).

Na composição da estrutura de capital, as empresas pertencentes à segunda geração utilizam, em média, mais capital de terceiros (53,09%) do que capital próprio (46,91%), representando uma variação de 6,18%. A empresa familiar neste estágio está em fase de crescimento e evolução. A empresa saiu do estágio inicial para a expansão/formalização e precisa de recursos para garantir a sua continuidade. Gersick et al. (1997) ressaltam que quase todas as sociedades entre irmãos no estágio de crescimento precisam de muito capital para financiá-lo.

A Tabela 3 apresenta as empresas familiares que fazem parte da terceira geração ou mais e sua estrutura de capital.

Tabela 3 – Estrutura de capital nas empresas familiares de terceira geração

Classif	Empresa	Capital		Capital		Capital	
		Terceiros	%	Próprio	%	Total	%
12	Gerdau Açominas*	4.823.921	50,30	4.766.046	49,70	9.589.967	100,00
74	Construtora Odebrecht	1.779.871	46,92	2.013.937	53,08	3.793.808	100,00
75	Klabin	2.238.095	51,50	2.107.511	48,50	4.345.606	100,00
91	Vcp	1.379.626	25,90	3.947.160	74,10	5.326.786	100,00
117	Cimento Rio Branco	605.585	12,00	4.439.797	88,00	5.045.382	100,00
358	Santher	528.419	90,35	56.415	9,65	584.834	100,00

419	Josapar *	244.427	67,68	116.749	32,32	361.176	100,00
429	Ferramentas Gerais	69.484	31,32	152.400	68,68	221.884	100,00
443	Cimento Itaú	326.198	14,10	1.988.034	85,90	2.314.232	100,00
492	Romi	131.137	29,37	315.334	70,63	446.471	100,00
Média		1.212.676	41,94	1.990.338	58,06	3.203.015	100,00
Mediana		567.002	39,12	2.000.986	60,88	3.054.020	100,00
Desvio-padrão		1.395.668	23,22	1.760.168	23,22	2.873.307	0,00

Fonte: Demonstrações contábeis (em milhares de reais). * Empresas de quarta geração.

A estrutura de capital das empresas que pertencem à terceira geração ou mais representam o oposto da segunda geração. Utilizam mais capitais próprios (58,06%) do que capitais de terceiros (41,94%), representando uma variação de 16,12%. A mediana também apresenta esta tendência com 60,88%.

As empresas familiares que estão na terceira geração ou mais já apresentam uma complexidade maior em termos de organização, atingiram um estágio maduro de desenvolvimento. Nos Estados Unidos, não representam mais de 5% de todas as empresas familiares que atingem este estágio de desenvolvimento. Gersick et al. (1997) ressaltam que as empresas nesta fase exigem grandes montantes de capital de investimento para manter a estrutura organizacional.

Independentemente da geração da empresa familiar, deve-se encontrar a melhor estrutura de capital que possibilite investimentos, promovendo a expansão e o crescimento. Este é um dos desafios do proprietário-controlador, da sociedade entre irmãos ou de primos. Para isso, é fundamental que a atividade empresarial apresente resultados operacionais positivos ano após ano.

6.2 Custo médio ponderado do capital por geração das empresas em 2004

As empresas familiares têm uma característica própria que as identifica, desde a sua forma de organização corporativa, de tomada de decisão, até busca de recursos institucionais e condução dos negócios. Neste sentido, a remuneração do capital passa a ter relevância cada vez mais acentuada, no momento de buscar alternativas de investimento e aplicações de recursos. A pesquisa buscou identificar o custo médio ponderado de capital nas gerações que administram as empresas, conforme se observa na Tabela 4.

Tabela 4 – CMPC nas gerações das empresas familiares

Geração que administra	Nº de Empresas	Cálculos Estatísticos	Capital Próprio%	Capital Terceiros %	Custo Capital Próprio	Custo Capital Terceiro	Alíquota Imposto Renda	CMPC custo Médio
Primeira	17	Média	52,09%	47,91%	26,39%	19,92%	34,00%	16,28%
		Mediana	54,84%	45,16%	26,69%	17,46%	34,00%	14,94%
		Moda			29,15%	15,06%	34,00%	
		desvio-padrão	22,64%	22,64%	2,56%	7,70%	0,00%	4,45%
Segunda	12	Média	46,91%	53,09%	27,12%	20,19%	34,00%	15,23%
		Mediana	47,57%	52,43%	27,95%	21,57%	34,00%	15,51%
		Moda			29,15%		34,00%	
		desvio-padrão	18,99%	18,99%	3,35%	6,54%	0,00%	2,37%
Terceira ou mais	10	média	58,06%	41,94%	25,77%	15,19%	34,00%	14,26%
		Mediana	60,88%	39,12%	26,19%	16,89%	34,00%	12,78%
		Moda			30,41%		34,00%	

	desvio-padrão	23,22%	23,22%	3,49%	5,19%	0,00%	2,92%
--	---------------	--------	--------	-------	-------	-------	-------

Observa-se uma diminuição do CMPC médio da primeira para terceira geração no período analisado, respectivamente 16,28%, 15,23% e 14,26%. Embora o CMPC nas três gerações apresente uma taxa média de 15,31% de custo para o período analisado, está relativamente baixa se comparada com alguns indicadores. As taxas de juros que remuneraram os títulos do tesouro nacional situaram-se em torno dos 18% a.a. em 2004. Mas, se comparadas com o mercado americano são altas, pois, segundo Young e O’Byrne (2003, p. 151), “o WACC da maioria das companhias de capital aberto negociadas no mercado americano situa-se entre 8% e 11%”.

Malvessi (2001, p. 5) destaca que os “encargos de capital são o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo CMPC, e deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido”. Portanto, o CMPC representa o custo efetivo de capital utilizado no processo de obtenção do resultado econômico. Na próxima seção, evidencia-se a correlação entre as variáveis estrutura de capital e CMPC nas gerações das empresas familiares.

6.3 Análise da relação entre estrutura de capital e CMPC nas diversas gerações

Com relação aos procedimentos estatísticos para determinar a intensidade da relação, fez-se, em um primeiro momento, a análise da estrutura de capital (capital de terceiros e capital próprio) e o CMPC na primeira geração. Na seqüência, apresentam-se as variáveis analisadas na segunda geração e, por último, na terceira geração ou mais.

6.3.1 Primeira geração no comando

A primeira geração das empresas familiares reúne um conjunto de 17 empresas sociedades anônimas, sendo 2 de capital aberto e 15 de capital fechado. Os resultados dos testes de correlação são apresentados na seqüência, onde se ilustra a análise de correlação, envolvendo as variáveis analisadas. A Figura 1 apresenta a correlação entre o CMPC e o capital próprio.

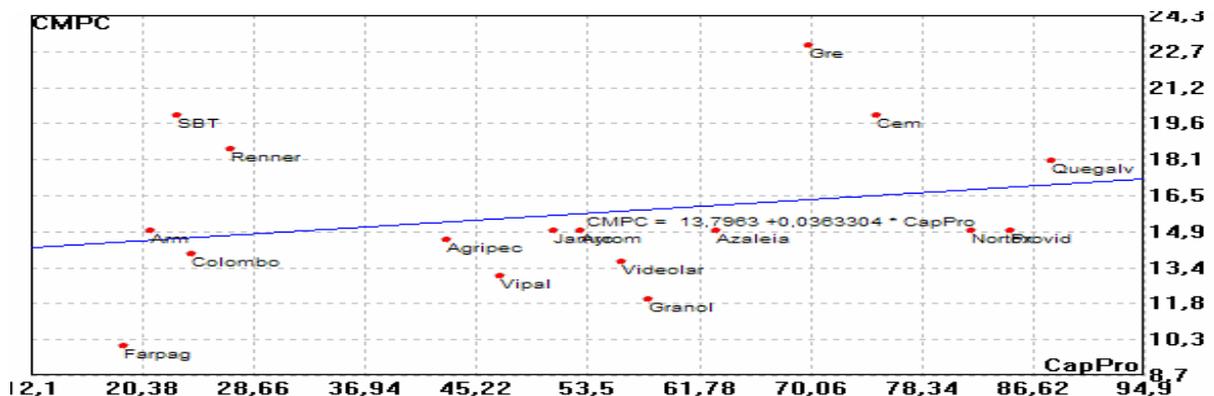


Figura 1 – Correlação entre CMPC e capital próprio na primeira geração

Na primeira geração, o coeficiente $r = 0,1996$ conota que o CMPC possui correlação bem fraca positiva quando relacionado com o capital próprio. A mesma intensidade foi

observada na correlação entre as variáveis CMPC e capital de terceiros, conforme apresenta Figura 2.

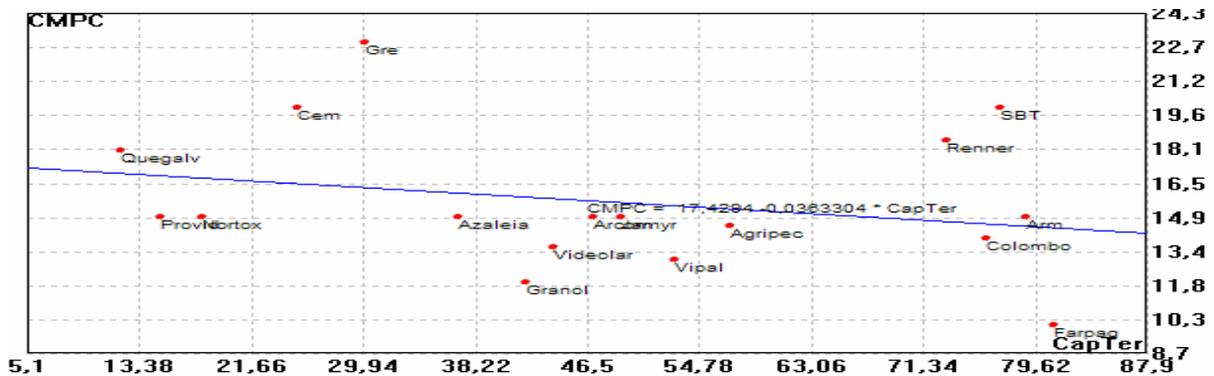


Figura 2 – Correlação entre CMPC e capital de terceiros na primeira geração

Nota-se uma correlação fraca positiva entre as variáveis analisadas. A inclinação está levemente acentuada na reta que corta o eixo x e y, isto significa que o montante do capital próprio (variável independente) está correlacionado positivamente com o percentual do CMPC (variável dependente). Observa-se também uma homogeneidade na estrutura de capital das 17 empresas que compõem este grupo. Os valores que integram a estrutura de capital estão entre 250 milhões a 1,1 bilhão de reais.

6.3.2 Segunda geração no comando

A segunda geração das empresas familiares apresenta 12 empresas sob a forma de sociedades anônimas, sendo 4 de capital aberto e 8 de capital fechado. As variáveis CMPC e capital próprio foram observadas nesta geração, conforme se demonstra na Figura 8.

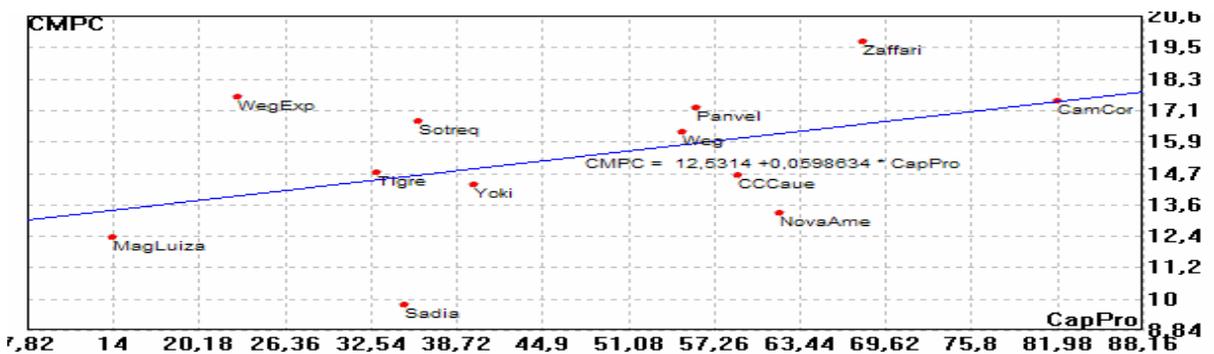


Figura 3 – Correlação entre CMPC e capital próprio na segunda geração

No relacionamento entre as variáveis CMPC e capital próprio na segunda geração das empresas familiares, os testes indicaram predominância de correlação moderada ($r = 0,4952$) com sinal positivo para o capital próprio. Nas empresas que possuem capital próprio mais elevado há predominância de maiores custos médios de capitais.

A mesma intensidade de correlação também foi observada entre os percentuais do CMPC e capital de terceiros nesta geração, evidenciada na Figura 4.

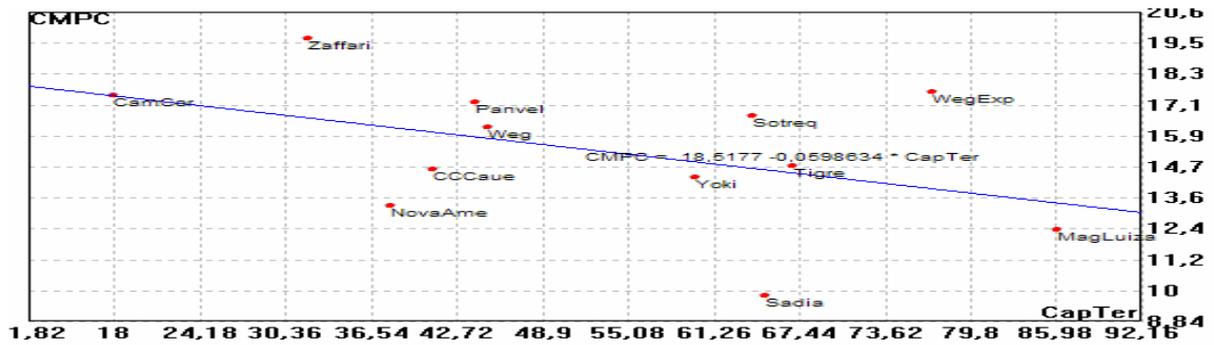


Figura 4 – Correlação entre CMPC e capital de terceiros na segunda geração

Percebe-se uma inclinação mais acentuada da reta que corta o eixo x e y. Esta inclinação demonstra a correlação moderada ($r = 0,4952$) evidenciada pela relação entre as variáveis analisadas. Observa-se que as empresas que apresentaram um percentual mais elevado de capital de terceiros são também as empresas que apresentam os menores custos médios de capitais.

6.3.3 Terceira geração ou mais

A terceira geração ou mais reúne um grupo de 10 empresas organizadas como sociedades anônimas, sendo 6 de capital aberto e 4 de capital fechado. Os testes estatísticos de correlação evidenciam que nesta geração, a estrutura de capital o CMPC apresentam moderada correlação positiva. A Figura 5 apresenta a reta de regressão entre a variável CMPC e capital próprio.

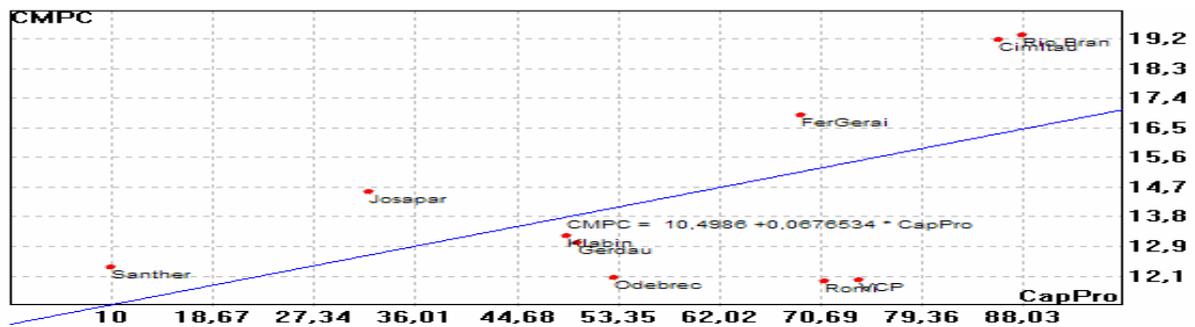


Figura 5 – Correlação entre CMPC e capital próprio na terceira geração ou mais

No que tange à intensidade de correlação entre as variáveis, observa-se que os testes indicaram correlação moderada (0,5613). O CMPC médio nas empresas de terceira geração ou mais, corresponde a 14,44% . O capital próprio médio representa 58,20%. O coeficiente de determinação nesta geração é $r^2 = 0,315112$, ou seja, evidencia um percentual de correlação de 31,51% entre as duas variáveis.

Com relação à intensidade de correlação entre as variáveis CMPC e capital de terceiros, os testes indicaram predominância de correlação moderada com sinal negativo para o capital de terceiros. Na Figura 6 demonstra-se a distribuição das empresas na reta de regressão.

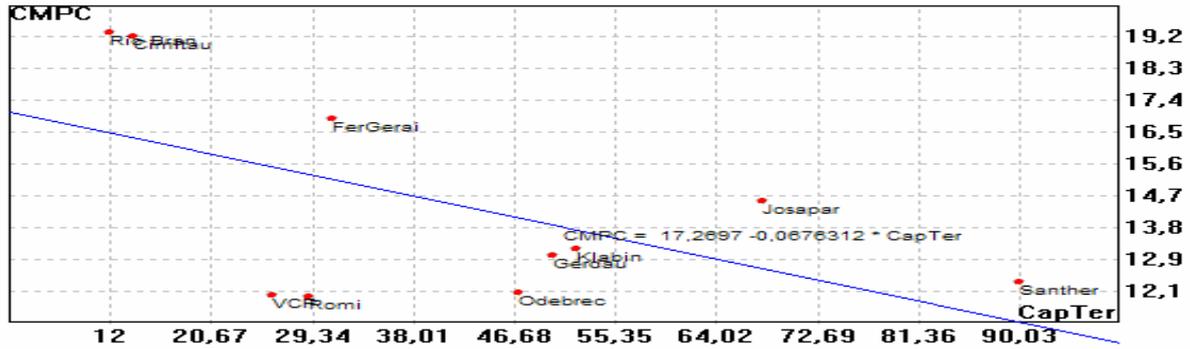


Figura 6 – Correlação entre CMPC e capital de terceiros na terceira geração ou mais

O CMPC, que representa o coeficiente constante, corresponde à 17,2697 com sinal negativo para o capital de terceiros. Constatou-se que a intensidade de correlação $r = 0,5622$ é moderada. O coeficiente de determinação é $r^2 = 0,316035$, ou seja, um percentual de correlação de 31% entre as duas variáveis analisadas.

7 Conclusões

O presente artigo objetivou analisar a relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital (CMPC) nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras que integram a lista das 500 maiores empresas do Brasil, conforme divulgação na Revista Exame – Melhores e Maiores de 2005, ano base 2004, como estratégia de financiamento. Neste sentido, realizou-se pesquisa descritiva, do tipo levantamento, com abordagem quantitativa. Da população alvo foi extraída uma amostra não probabilística e intencional de 39 empresas. Os dados foram coletados por meio de análise documental, com base nas demonstrações contábeis de 2004.

Na análise dos dados constatou-se predominância de empresas na primeira geração; na seqüência, a segunda geração; e, por último, a terceira e quarta geração. O estudo considerou as três primeiras gerações, agrupando as empresas que estão na quarta geração com a terceira geração, devido ao pequeno número de empresas constatadas nesta geração.

Com relação à estrutura de capital nas gerações que administram a empresa, observou-se que as empresas que estão na primeira geração utilizam, em média, mais capital próprio (52,09%) do que capital de terceiros (47,91%), enquanto que as empresas da segunda geração utilizam em média mais capital de terceiros (53,09%) do que capital próprio (46,91%). Com relação à terceira geração, as empresas utilizam em média mais capital próprio (58,06%) do que de capital de terceiros (41,94%), representando uma variação de 16,12%.

Investigou-se a relação entre o CMPC e a estrutura de capital. As variáveis analisadas foram Capital de Terceiros e Capital Próprio (variáveis independentes) e CMPC (variável dependente). Constatou-se que a terceira geração apresenta o melhor coeficiente de correlação (0,5613), seguido pela segunda geração (0,4952) e, por último, a primeira geração (0,1996).

Conclui-se que há relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras pesquisadas, mesmo que em algumas gerações a correlação não seja forte. Cada empresa possui uma estrutura de capitais que julga ser a mais adequada para produzir os melhores resultados. No entanto, as diversas composições de financiamentos (capital próprio e capital de terceiros) geram aumento ou diminuição no custo de capital, conseqüentemente onerando mais ou menos a empresa.

Referências

- AS 500 MAIORES empresas do Brasil. **Revista Exame**, São Paulo, 2005. Edição Especial.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BANCO Central do Brasil. **Certificado de Depósito Interbancário**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 15 maio 2006.
- BANCO Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Linhas de Financiamentos**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/linhas/finame.asp>>. Acesso em: 15 maio 2006.
- BERNHOEFT, R. **Empresa familiar: sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida**. 2. ed. São Paulo: Nobel, 1991.
- BRIGHAM, E. F; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 6. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- DAMODARAN, A. **Finanças corporativas Aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DONNELLEY, R. G. A Empresa familiar. **RAE Light**, São Paulo, v.7, n.23, 1967. Disponível em: <<http://www.rae.com.br>>. Acesso em: 01 jun. 2006.
- ECONOMÁTICA. **Ferramenta para análise de investimentos**. Disponível em: <http://www.economica.com.br/portugues/index_fla.htm>. Acesso em: 20 jan. 2006.
- FREZATI, F.. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v. 10, n. 19, p. 57-69, set./dez. 1998. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br>>. Acesso em: 08 fev. 2006.
- FUNDAÇÃO Getúlio Vargas. **FGV – 100**. Disponível em: <www.fgv.com.br>. Acesso em: 15 maio 2006.
- GARCIA, V. P. **Desenvolvimento das famílias empresárias**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.
- GERSICK, K. E. et al. **De geração para geração: ciclos de vida da empresa familiar**. São Paulo: Negócio Editora, 1997.
- GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- KIVES, R. **Avaliação econômica de empreendimentos de base industrial de capital fechado**. 2004. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção) – EPS/UFSC, Florianópolis, 2004. Disponível em: <<http://teses.eps.ufsc.br/defesa/pdf/9853.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2006.
- LODI, J. B. **A Empresa familiar**. 5. ed. São Paulo: Pioneira, 1998.
- LONGENECKER, J.G.; MOORE, C. W.; PETTY, J. W. **Administração de pequenas empresas**. São Paulo: Pearson Education, 1998.
- MALVESSI, O. Criar valor é criar riqueza: criação de valor ao acionista. **Escola Superior de Propaganda e Marketing**. São Paulo, v. 8, n. 7, 2001.
- MARTINS, G. de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 1994.
- OLIVEIRA, D. P. R. de. **Empresa familiar: como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo decisório**. São Paulo: Atlas, 1999.

PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, jan./mar. 2003.

RETRATO de família. **HSM Management**, São Paulo, n. 41, p. 84-95, nov./dez. 2003.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SANVICENTE, A. Z. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SILVA, J. P. da. **Gestão e análise de risco de crédito**. São Paulo: Atlas, 1998.

USSMAN, A. M. **Empresas familiares**. Lisboa: Sílabo, 2004.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e a gestão baseada em valor: guia prático de implementação**. São Paulo: Bookman, 2003.