

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer

Doutorado em Contabilidade e Auditoria pela Universidad de Sevilla – Espanha
Professor da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS
Avenida Unisinos 950. Bairro Cristo Rei. São Leopoldo/RS. CEP: 93022-000
E-mail: clovisk@unisinos.br

Mauro César Tonidandel

Mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS
Escritório Contábil Cláudio Schmitz - proprietário
Avenida José Loureiro da Silva 1.600, sala 709. Centro. Gravataí/RS. CEP: 94010-000
E-mail: tonidandel.mauro@yahoo.com.br

Valéria Siebel

Mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS
Contadora autônoma
Rua Pedro Mentz Sobrinho 69. Bairro Vila Nova. Novo Hamburgo/RS. CEP 93525-250
E-mail: vsiebel@hotmail.com

Cláudio Roberto Schmitz Júnior

Mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS
Avenida Unisinos 950, Bairro Cristo Rei. São Leopoldo/RS. CEP: 93022-000
E-mail: profclaudioqi@hotmail.com

Marcos Pires

Mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS
Avenida Unisinos 950. Bairro Cristo Rei. São Leopoldo/RS. CEP: 93022-000
E-mail: mapir3@uol.com.br

RESUMO

O estudo objetivou investigar a estrutura de capital de uma amostra composta por 23 empresas do setor do agronegócio brasileiro listadas na BM&FBOVESPA, analisando o seu endividamento geral e bancário, com base nos dados oriundos das suas demonstrações financeiras padronizadas – DFPs no período de 2004 a 2011. Trata-se de uma pesquisa descritiva quanto aos seus objetivos, de natureza básica e aplicada e quantitativa na abordagem do problema, utilizando-se de técnicas estatísticas básicas e

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

de análise de variância na análise dos dados. A partir disso, analisou-se o impacto desse endividamento nos resultados e sua possível relação com o volume de recursos financeiros disponibilizados por meio da política agrícola oficial. Embora os resultados das análises mostrem não haver mudança na estrutura de capital dessas empresas nos últimos quatro anos, a composição do endividamento se apresenta diferente, com evolução significativa no endividamento bancário, evidenciando um perfil de dívida diferente do período de 2004 a 2007. Mesmo sendo o fato coincidente com o aumento da lucratividade e rentabilidade dessas empresas a partir de 2008, não se pôde concluir, com base nos dados e análises, que o aumento do endividamento bancário tenha sido um fator determinante. O que se infere, entretanto, é que o aumento do preço das *commodities* pode ter sido fator relevante para o aumento da lucratividade e rentabilidade das empresas estudadas.

Palavras-Chave: Estrutura de capital. Agronegócio. Endividamento. Lucratividade.

Capital Structure in Agribusiness Companies: General and Bank Indebtedness in the Period From 2004 to 2011

ABSTRACT

The study aimed to investigate the capital structure in a sample of 23 companies from Brazilian agribusiness listed on BM&FBOVESPA, analyzing their overall and bank indebtedness, based on data from its standard financial statements – DFPS in the period from 2004 to 2011. This is a descriptive research concerning its objectives, basic and applied on its nature and quantitative approach on what refers to the problem, using statistical techniques for data analyzes. From this, we analyzed the impact of debt on the results and its possible relationship with the volume of financial resources available through the official agricultural policy. Although the results from the analyzes don't show any relevant change in capital structure of these companies in the past four years, the composition of the debt is presented differently, with significant increase in bank indebtedness, evidencing a debt profile different from the period from 2004 to 2007. Even though the fact is coincident with increased profitability of companies since 2008, it could not be conclusive, based on data and analysis, the increase in debt has been a favorable factor. What follow, however, is that the increase in commodity prices may have been explanatory factor for the increase of the profitability of the companies studied.

Keywords: Capital Structure. Agribusiness. Indebtedness. Profitability.

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital baseada no endividamento ou em decisões de financiamentos é a maneira pela qual as empresas organizam e difundem a entrada de recursos, constituindo-se numa relação fundamental para a obtenção dos mesmos (ROSS et al., 2010).

A estrutura de capital das organizações é oriunda de duas fontes de recursos, ou seja, advindas do aporte de capital de sócios e/ou proprietários ou mediante a obtenção de financiamentos ou empréstimos de capital de terceiros. Nessa última situação deve se considerar a questão relacionada com a alavancagem financeira, que tem como pressuposto a utilização de parte de recursos de terceiros no intuito de aumentar os lucros sobre o capital próprio. Esse pressuposto tem por objetivo fortalecer o capital de giro e manter a empresa competitiva no mercado, estabelecendo a diversificação das bases de financiamento como importante fator de fortalecimento da entidade (BREALEY; MYERS, 2005).

O tema estrutura de capital tem sido recorrente nas pesquisas em finanças nos mais variados segmentos econômicos. Assim, este estudo aborda a estrutura de capital de empresas que integram o setor do agronegócio brasileiro, levando em consideração as mudanças havidas nesta área econômica e a relevância que o mesmo tem para a economia brasileira. Conforme dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o setor da economia que mais cresceu no segundo trimestre de 2012 foi o agropecuário, com expansão de 4,9% em relação ao primeiro trimestre do referido ano.

De acordo com dados do Centro de Pesquisas Avançadas em Economia Aplicada (CEPEA), no ano de 2011 a participação do agronegócio no desempenho do país correspondeu a 22,7%. Já os números divulgados na página eletrônica do Ministério da Agricultura indicam que em 2011 o Produto Interno Bruto (PIB) do agronegócio brasileiro avançou 5,73%, totalizando R\$ 942 bilhões. No entanto, segundo o IBGE, nesse mesmo período o PIB do agronegócio nacional cresceu o

dobro – comparativamente à economia brasileira – que expandiu apenas 2,7%, alcançando R\$ 4,143 trilhões.

O potencial crescimento apenas reflete os números do ano anterior. Segundo o CEPEA a participação do agronegócio no PIB nacional aumentou de 21,78% em 2010 para 22,74% em 2011. No acumulado dos dois anos o crescimento do PIB do agronegócio nacional é de 13,51%, considerando ainda que o resultado da balança comercial divulgada pelo Ministro da Agricultura já revelava o recorde de exportações no setor agropecuário com US\$ 76,4 bilhões. O resultado superava em 18% as exportações de 2009 quando o país exportou US\$ 64,7 bilhões, além de superar os US\$ 71,8 bilhões registrados em 2008 - até então o melhor ano para as vendas externas do agronegócio.

No que se refere ao volume de recursos disponibilizados para o setor, conforme dados do Ministério da Agricultura, o crédito rural tem aumentado ano a ano, superando a cifra de R\$ 200 milhões nos últimos dois anos (2010 e 2011), sendo 23 milhões disponibilizados via BNDES. Esse volume de recursos é tomado diretamente nos bancos ou por meio das cooperativas de crédito. A oferta de linhas de crédito para investimentos conta com recursos do BNDES e dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Centro-Oeste, Norte e Nordeste, denominados respectivamente de FCO, FNO e FNE. Observa-se, assim, um aumento na oferta de recursos para a alavancagem do agronegócio, situação que motiva analisar se esta maior disponibilidade de fontes de financiamento implicou em aumento nos níveis de endividamento das empresas do setor.

Assim, concomitantemente à evolução do PIB agropecuário em relação ao PIB Nacional, e a elevação de linhas de crédito disponíveis para o setor, o estudo objetiva analisar a evolução do endividamento em empresas brasileiras do agronegócio, avaliando seu impacto nos resultados e sua eventual relação com a oferta de recursos financeiros disponibilizados por meio da política agrícola oficial.

O estudo compreende três capítulos, além da introdução. No segundo, revisa-se a literatura a respeito da discussão relativa às hipóteses para determinar o

financiamento como base da alavancagem financeira, analisando uma estrutura viável de capital, bem como a política de crédito e a evolução do agronegócio. Posteriormente, no terceiro e quarto capítulos são apresentados os procedimentos metodológicos e os resultados obtidos no estudo, respectivamente. Por fim, são apresentadas as considerações finais e sugestões para pesquisas futuras, além das referências utilizadas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Estruturas de Capitais

A estrutura de capital de uma empresa é o resultado do modo como esta financia suas atividades (BATISTA et al., 2005). Nesse sentido, a empresa deve avaliar a estrutura de capital como um paradoxo antes de efetuar qualquer tipo de financiamento ou empréstimo. A viabilidade de se fazer um investimento passa antes pela análise risco-retorno, e a alavancagem financeira da organização somente será positiva quando a razão risco e retorno forem superiores a um (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

Um dos modelos mais clássicos apresentado na área de finanças inerentes ao risco é a teoria desenvolvida por William Sharpe e Harry Markowitz que desenvolveram o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), um modelo de precificação de ativos financeiros que evidencia como é possível reduzir o desvio padrão da rentabilidade das carteiras.

Conforme Markowitz (1952) é possível estabelecer uma relação linear entre o risco e o retorno de qualquer ativo. Brealey e Myers (1989, p. 173) mencionam que Markowitz “desenvolveu ainda os princípios básicos da formação de uma carteira”. Esses princípios constituem a base de quase tudo acerca da relação risco-rentabilidade. Dentro dessa concepção, Brigham e Ehrhardt (2006) defendem que uma poderosa arma para reduzir o risco é a diversificação.

Posteriormente aos estudos de Markowitz (1952), o grande marco da literatura relativa à estrutura de capitais são as proposições apresentadas em 1958 por Modigliani e Miller (FAMA; GRAVA, 2000). Tais proposições argumentam que

desconsiderando o valor dos impostos, o valor das empresas não se altera com a utilização de recursos externos. Considera a ausência de impostos, a possibilidade de neutralizar a alavancagem da empresa, num mercado perfeito onde há simetria informacional. Brealey e Myers (1989, p. 465) enfatizam que “a famosa proposição I de Modigliani e Miller (MM) determina que nenhuma combinação é melhor do que a outra – que o valor global de mercado da empresa é independente de sua estrutura de capital”.

Reconsiderando essa posição, MM incorporam os benefícios fiscais, determinando que o valor de uma empresa pode ser considerado pela equação que determina o valor da instituição alavancada, ou seja, o valor da organização alavancada corresponde à soma entre os benefícios fiscais e o valor da empresa não alavancada. Segundo Modigliani e Miller (1963), o imposto de renda da pessoa jurídica deve ser considerado no contexto fiscal para todas as empresas que recorrem ao capital de terceiros.

A captação de recursos de terceiros no curto prazo pode ser um risco incalculável e inviável para o futuro da empresa. É preciso avaliar as taxas de juros, as exigências do caixa e os limites de fontes específicas de cada financiamento (BREALEY; MYERS, 2005). Uma análise errada dessa relação pode gerar resultados catastróficos para a empresa, uma vez que o grau de endividamento pode tornar-se insustentável.

Damodaran (2004) acrescenta que o índice ótimo de endividamento estimado para uma empresa é obtido considerando-se todos os dados no cálculo do custo de capital – o beta da empresa, a taxa livre de risco, o prêmio de risco e o *spread* do não pagamento. Usando inferências estatísticas para definir a função do custo da dívida consistente com as escolhas de capital observadas, Van Binsbergen et al. (2011) definiram que para determinar uma estrutura ótima de capital, deve-se considerar que o custo oriundo de uma dívida pequena é menor do que financiar-se através de uma dívida muito elevada, o que pode explicar por que algumas empresas utilizam uma dívida conservadora.

**Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro
no Período de 2004 a 2011**

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz
Júnior, Marcos Pires

A estrutura de capitais pode se inter-relacionar com outras variáveis e quando estipulada de maneira eficaz, pode maximizar os lucros da organização. Essa perfeita associação é denominada para alguns especialistas como estrutura ótima de capital (DAMODARAN, 2002).

Santos et al. (2009) fazem referência a uma composição dos vários estudos sobre as determinantes da estrutura de capital, conforme apresentado no Quadro 1 a seguir.

**Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro
no Período de 2004 a 2011**

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz
Júnior, Marcos Pires

Autores	Fatores Estudados	Resultados
Marsch (1982)	Condições de mercado (preços passados de ações) Estrutura-meta de capital Tamanho, risco de falência e composição dos ativos	Relação confirmada com o endividamento Existência de uma estrutura-meta confirmada, apesar de poder ser modificada Relação confirmada com o endividamento
Bradley, Gregg e Kim(1984)	Setor Risco Relação negativa com o endividamento Especificidade dos ativos Escudos fiscais não dívida	Setor influencia a estrutura de capital Relação negativa com o endividamento Relação negativa com o endividamento Relação positiva com o endividamento Relação positiva com o endividamento
Titman e Wessels(1988)	Escudos fiscais não dívida Crescimento Especificidade dos ativos Setor Tamanho Risco Lucratividade Valor colateral dos ativos	Relação negativa não confirmada Relação positiva não confirmada Relação negativa com o endividamento Setor influencia a estrutura de capital Relação positiva com o endividamento Relação negativa não confirmada Relação negativa com o endividamento Relação positiva não confirmada
Klock e Thies(1992)	Lucratividade Tangibilidade dos ativos Crescimento Risco Alavancagem operacional	Relação negativa com o endividamento Relação positiva com o endividamento Relação positiva com o endividamento Relação negativa com o endividamento Relação negativa não confirmada
Rajan e Zingales(1995)	Valor colateral dos ativos Oportunidade de investimento Tamanho Lucratividade	Relação positiva com o endividamento Relação negativa com o endividamento Relação positiva com o endividamento Relação negativa com o endividamento
Jorge e Armada(2001)	Tamanho Crescimento Risco Rentabilidade Composição do ativo Escudos fiscais não dívida Setor Controle acionário	Relação positiva não confirmada Relação positiva com o endividamento Relação positiva com o endividamento Relação negativa com o endividamento Relação não confirmada com o endividamento Relação negativa não confirmada Relação não confirmada Relação não confirmada

Quadro 1: Fatores e Resultados dos Trabalhos Empíricos sobre Estrutura de Capital
Fonte: Adaptado de Santos et al. (2009).

O principal fator complicador que torna uma alavancagem positiva, ocorre quando o capital próprio produzido for maior que a rentabilidade total, ou seja, é o custo aderente a obtenção do capital de terceiros. Segundo Coelho e Lopes (2007), essa variável é visível, principalmente no Brasil, onde o mercado de crédito apresenta grande

particularidade em relação aos demais ambientes, tanto no curto quanto no longo prazo.

2.2 Política de Crédito e Evolução do Agronegócio Brasileiro

Para Brigham e Ehrhardt (2006, p.880), “a maioria das empresas utiliza diversos tipos de dívidas de curto prazo para financiar suas necessidades de capital de giro”. Os autores referem ainda que, embora o crédito de curto prazo seja geralmente mais benéfico que o crédito de longo prazo, há fontes de financiamento que são mais arriscadas e menos confiáveis.

De acordo com França (2005), um dos organismos mais viáveis para financiamento no país é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Mas há empresas que optam pelo mercado financeiro internacional, mesmo sujeito aos riscos da volatilidade cambial, mas que muitas vezes é compensada pelo estreito *spread* bancário.

Nesse contexto, Junqueira et al. (2010) apresentam um estudo relativo a dados contábeis de 43 empresas durante o período de 1995 a 2002. Diferentemente do esperado, os dados demonstram que as empresas brasileiras buscam recursos em bancos de fomento como o BNDES, os quais apresentam uma menor taxa de juros.

Zonenschain (1998) realizou uma análise dos padrões de financiamento adotados por empresas brasileiras em uma amostra de 216 empresas de capital aberto, agregando informações de sistemas financeiros, bem como balanços das empresas. O resultado evidencia que as empresas nos países em desenvolvimento financiam seus investimentos em maior proporcionalidade, em comparação com empresas de países industrializados. O autor conclui que as empresa brasileiras tendem a preferir o autofinanciamento e somente depois recorrem a fontes externas.

Conforme Santos (2012), o financiamento bancário é cada vez mais relevante e essencial ao desenvolvimento desses negócios, e as instituições bancárias estão cada vez mais lucrativas, pois sua atuação se dá em todas as fases do processo, ou seja, produção, comercialização, industrialização e distribuição.

O agronegócio é considerado um dos mais importantes setores da economia brasileira, respondendo por mais de 22% do produto interno bruto. Por ser um setor dinâmico e propulsor de outras áreas, destaca-se no cenário global e tem importância crescente no processo de desenvolvimento econômico.

A evolução da composição do agronegócio é marcada pela complexa rede de cadeias que adicionam valor às matérias-primas agrícolas. Setores como armazenamento, processamento e distribuição final fomentam o vetor de maior propulsão no valor da produção vendida ao consumidor, consolidando, assim, a forte rede de interligação entre agricultura e indústria (LOURENÇO, 2008).

O aumento da competitividade que o setor vem apresentando, principalmente na última década, responde ao incentivo do governo federal brasileiro, que realizou parcerias com a iniciativa privada para incrementar os subsídios e alavancar exponencialmente a divulgação do produto primário nacional destinado às exportações.

Um dos fatores que contribuiu para potencializar o agronegócio no Brasil foi a criação do Fórum Nacional da Agricultura em 1996, que teve como principal protocolo a criação das “dez bandeiras” do agronegócio – financiamento do agronegócio; modernização da comercialização externa e interna; desoneração e simplificação tributária; redução do Custo Brasil; desenvolvimento tecnológico; modernização da defesa agropecuária; sustentabilidade da agropecuária; agricultura familiar; política fundiária e coordenação institucional do agronegócio. Segundo Stefanelo (2002), as principais premissas são o aumento da competitividade externa e a garantia da qualidade e o maior abastecimento interno de produtos agrícolas. A primeira bandeira levantada do agronegócio – o financiamento – abrange as políticas de crédito rural e o desenvolvimento dos bancos cooperativos e das cooperativas de créditos.

Conforme o Ministério da Agricultura, a alocação de recursos para o crédito rural tem aumentado ano a ano, mediante recursos tomados diretamente nos bancos ou por meio das cooperativas de crédito. No Quadro 2, a seguir, são apresentados os dados relativos aos recursos de crédito rural através dos programas de política agrícola, bem como os créditos de investimentos com recursos provenientes do sistema BNDES.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Período	Crédito Rural Disponibilizado	
	Total (em R\$)	Via BNDES (em R\$)
2002/2003	30.037.000,00	3.536.001,00
2003/2004	39.710.000,00	5.562.712,00
2004/2005	48.376.000,00	5.789.485,00
2005/2006	50.131.000,00	3.357.929,00
2006/2007	57.157.600,00	3.174.919,00
2007/2008	74.090.600,00	4.475.626,00
2008/2009	75.320.700,00	5.309.842,00
2009/2010	98.266.800,00	14.031.654,00
2010/2011	106.002.500,00	14.988.149,00
2011/2012	106.405.300,00	8.310.829,00

Quadro 2 – Crédito Rural Disponível desde 2002

Fonte: Ministério da Agricultura.

Para Guilhoto et al. (2006), apesar de apresentar taxas de crescimento anuais baixas, ou mesmo negativas até 2001, o agronegócio tem um crescimento em 2002 e 2003, onde a produção da agricultura cresceu vertiginosamente junto com um crescimento moderado da pecuária, refletidos principalmente pelo favorecimento do contexto nacional e internacional.

O forte potencial do agronegócio no país nos anos seguintes foi destacado por Silva et al. (2006). Os autores evidenciam que entre 2000 e 2004 o setor cresceu em média 4,64% ao ano, enquanto que o crescimento da economia brasileira atingiu o patamar de 2,66%, que representa a competitividade e potencial do setor em comparação com outros setores da economia. Os números do PIB agropecuário em relação à geração de riquezas produzidas pelo país podem ser observados na Tabela 1.

A expansão do valor do agronegócio em relação ao PIB nacional tende a aumentar. Para isso acontecer, Montoya e Finamore (2001) mencionam que quanto mais interligados forem os diversos setores desse setor, maior deverá ser sua participação no PIB nacional, dado que a inovação tecnológica na produção rural, a intensificação da industrialização de produtos agropecuários e a maior oferta de serviços que essa interligação provoca, promove a geração de renda e, portanto, a dimensão do agronegócio.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 1 – PIB do Agronegócio Brasileiro no PIB do Brasil – Em R\$ Milhões

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total (A+B+C+D)	25,11	26,45	25,66	23,71	22,91	23,30	23,55	22,25	21,80	22,15
A) Insumos	2,69	2,99	2,87	2,50	2,34	2,49	2,78	2,49	2,41	2,62
B) Agropecuária	6,31	6,98	6,55	5,73	5,39	5,70	6,22	5,80	5,92	6,38
C) Indústria	7,88	8,02	7,97	7,73	7,65	7,52	7,19	6,92	6,64	6,32
D) Distribuição	8,23	8,46	8,28	7,76	7,54	7,59	7,36	7,05	6,83	6,84
Agricultura Total (A+B+C+D)	17,62	18,75	18,25	16,67	16,46	16,57	16,54	15,70	15,30	15,42
A) Insumos	1,67	1,90	1,82	1,50	1,42	1,53	1,77	1,53	1,47	1,58
B) Agropecuária	3,63	4,16	3,87	3,17	3,04	3,22	3,58	3,29	3,38	3,67
C) Indústria	6,64	6,80	6,78	6,60	6,61	6,47	6,14	5,98	5,73	5,45
D) Distribuição	5,68	5,89	5,79	5,40	5,38	5,35	5,05	4,90	4,73	4,72
Pecuária Total (A+B+C+D)	7,49	7,69	7,40	7,04	6,45	6,74	7,01	6,55	6,50	6,73
A) Insumos	1,02	1,09	1,05	1,00	0,91	0,96	1,02	0,96	0,95	1,03
B) Agropecuária	2,68	2,82	2,68	2,56	2,35	2,48	2,64	2,51	2,54	2,71
C) Indústria	1,24	1,22	1,19	1,13	1,03	1,05	1,05	0,94	0,91	0,87
D) Distribuição	2,55	2,57	2,49	2,36	2,16	2,24	2,31	2,14	2,10	2,12

Fonte: CEPEA.

Concluída a Revisão da literatura base para o estudo, apresenta-se no seguinte capítulo a caracterização metodológica do estudo empírico realizado.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da Pesquisa

No que se refere aos seus objetivos, a pesquisa é descritiva. Este tipo de pesquisa, para Gil (2010), caracteriza-se como a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relação entre variáveis e fatos.

Quanto à natureza, a pesquisa é caracterizada como aplicada, pois tem como pressuposto gerar conhecimentos fundamentais para o avanço da ciência, que devem ser aplicados para a compreensão de situações específicas e práticas.

No que se refere à abordagem do problema esta é quantitativa, pois são utilizadas técnicas estatísticas para o tratamento e análise dos dados. Para Prodanov e Freitas (2010), essa abordagem é empregada em vários tipos de pesquisa, inclusive nas descritivas, quando se busca a relação causa-efeito entre os fenômenos através da análise da interação das variáveis para posterior interpretação dos resultados.

3.2 População, amostra e período de análise

A população utilizada neste estudo é composta de 37 empresas do ramo de agronegócio listadas na BM&FBOVESPA, a partir do ano de 2004. A escolha das empresas partiu do objetivo principal do trabalho em investigar o seu nível de endividamento geral e financeiro. Para a composição da amostra, a escolha das empresas foi determinada a partir das premissas apresentadas no capítulo introdutório da pesquisa, englobando os setores de atuação que compõem o consumo não cíclico, sendo eles açúcar e álcool, adubos e fertilizantes, carnes e derivados, cigarros e fumo, grãos e derivados, madeiras, papel e celulose, óleos e farinhas. As empresas do segmento têxtil não foram estudadas, por entender-se que sua atividade, apesar de ligada ao agronegócio, é predominantemente industrial.

A amostra final ficou composta por 23 empresas do ramo de agronegócio listadas na BM&F BOVESPA no período de 2004 a 2011, conforme consta no Quadro 2.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Nº	Companhia	Nº	Companhia
1	BRF	13	M DIAS BRANCO
2	CACIQUE	14	MARFRIG
3	CLARION	15	METISA
4	COSAN	16	MINERVA
5	DURATEX	17	ODERICH
6	EUCATEX	18	SLC
7	FIBRIA	19	SOUZA CRUZ
8	HERINGER	20	SUZANO
9	IRANI	21	USINA IRACEMA
10	JBS	22	V-AGRO
11	JOSAPAR	23	VALE FERTILIZANTES
12	KLABIN		

Quadro 2 – Amostra final das empresas pesquisadas
Fonte: Dados da pesquisa.

3.3 Coleta, tratamento e técnicas de análise dos dados

Os dados financeiros e econômicos das empresas foram obtidos a partir das páginas web da Comissão de Valores Monetários (CVM) e da BM&FBOVESPA. A base para a coleta destas informações foram os formulários das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) enviados anualmente pelas empresas à entidade regulamentadora. A partir destes dados foram calculados o Endividamento Geral e Bancário, assim como os indicadores de Lucratividade e Rentabilidade de cada empresa em cada ano analisado.

Foram ainda coletadas informações referentes ao PIB do agronegócio, PIB brasileiro assim como o volume de recursos disponibilizados para o financiamento da política agrícola do país no período de análise, com vistas a determinar a evolução do setor em relação a economia do país e comparar estes dados mercadológicos com os indicadores financeiros e econômicos das empresas. Estes dados foram obtidos nas páginas web do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do centro de pesquisas econômicas da Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz (CEPEA) e do Ministério da Agricultura. De forma complementar, buscando mais subsídios para as análises, obteve-se ainda os dados inerentes à evolução das Taxas de Juros (Taxa Selic) e dos preços das *commodities* agrícolas no período analisado.

Analisou-se a evolução dos índices de endividamento geral, endividamento bancário, lucratividade, rentabilidade, além do PIB do setor e do volume de crédito destinado ao segmento, utilizando-se estatística descritiva, análise de correlação e análise de variância dos dados. Para facilitar o entendimento do processo de análise e das técnicas utilizadas, optou-se por descrever os procedimentos no decorrer das análises, conforme apresentado na seção seguinte.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

4.1 Análise descritiva inicial

Com base nos dados coletados a partir das demonstrações financeiras padronizadas – DFPs das empresas da amostra procedeu-se à identificação das respectivas estruturas de capital a partir do índice de endividamento total. Também foram calculados os indicadores de endividamento bancário, de lucratividade e rentabilidade, sendo que a estatística descritiva correspondente a estes índices está apresentada na Tabela 2.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 2 - Indicadores de endividamento e lucratividade das empresas – Período de 2004 a 2011

Estatística Descritiva	End_Tot	End_Banc	Lucrativ	Rentab.
Média	0,5686	0,4191	0,1177	0,2065
Erro padrão	0,0157	0,0206	0,0198	0,0439
Mediana	0,5533	0,4356	0,0514	0,1320
Modo	#N/D	0	#N/D	#N/D
Desvio padrão	0,2119	0,2782	0,2678	0,5936
Variância da amostra	0,0449	0,0774	0,0717	0,3523
Curtose	21,2051	3,6479	13,2226	21,6544
Assimetria	2,7184	0,9597	0,1847	3,4026
Intervalo	2,1260	1,8092	2,9330	5,8911
Mínimo	0,1330	-0,0421	-1,5681	-1,8891
Máximo	2,2590	1,7672	1,3649	4,0020
Soma	104,0474	76,6890	21,5340	37,7916
Contagem	183	183	183	183
Nível de confiança 95,0%)	0,0309	0,0406	0,0391	0,0866

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se na Tabela 2 que na amostra pesquisada o endividamento total médio das empresas estudadas é de 56,86% em relação ao Ativo Total, no período analisado. Observa-se ainda, que o endividamento bancário médio das empresas representa 41,91% em relação ao exigível total. A lucratividade média representa 11,77%, enquanto que a rentabilidade representa 20,65% do lucro líquido.

Percebe-se, ainda, a partir dos dados da Tabela 2, que o setor não possui endividamento elevado no período e que os níveis médios de lucratividade e rentabilidade podem ser considerados satisfatórios. Contudo, foi necessário avançar nas análises relativas a estas informações, o que se fez inicialmente por meio do estudo da correlação entre os indicadores das empresas, conforme dados da Tabela 3.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 3 – Correlação entre os indicadores de endividamento e lucratividade

Correlação	End_Tot	End_Banc	Lucrativ	Rentab.
End_Tot	1			
End_Banc	0,0748	1		
Lucrativ	-0,1821	0,0419	1	
Rentab.	0,0056	0,0154	0,5373	1

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Pode-se observar que as variáveis analisadas na Tabela 3 apresentam baixa correlação entre si. Percebe-se, entretanto, uma correlação negativa entre os índices de endividamento total e a lucratividade, ou seja, quanto maior a alavancagem das empresas do setor menor é a sua lucratividade. Entretanto, a correlação de -18,21% é baixa, indicando que o endividamento das empresas pode não ter afetado de forma tão significativa a sua lucratividade.

Quanto à correlação entre lucratividade e rentabilidade, apesar de ser em grau médio, 0,5373, é lógica, pois trabalha com uma variável comum que é o lucro líquido. Este fato pode sugerir autocorrelação, sendo assim conclusões mais aprofundadas não devem ser consideradas.

Seguindo nas análises, calcularam-se os índices médios anualizados do setor, ou seja, cada indicador coletado foi transformado em um dado médio anual do setor, conforme pode se observar na Tabela 4. Este procedimento permite a comparação dos indicadores das empresas com os dados externos ao setor (PIB e Crédito agrícola), que são dados anualizados.

Na Tabela 4 pode-se observar a evolução anual média do endividamento geral, endividamento bancário, lucratividade e rentabilidade das empresas do setor. O ano de menor endividamento total médio das empresas do setor é o de 2009, quando o índice é de 50,57% em relação ao ativo total. Contudo, neste ano o endividamento bancário é de 49,80% em relação às dívidas totais. Assim, percebe-se um menor nível de endividamento total, mas um maior nível de endividamento bancário no ano de 2009.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 4 - Indicadores médios da amostra por ano

Ano	End_T_Med	End_Bc_Med	Lucrat_Med	Rentab_Med
2004	0,5896	0,2477	0,0769	0,1579
2005	0,6093	0,3154	-0,0218	0,0259
2006	0,5732	0,4034	0,0222	0,1349
2007	0,5416	0,4557	0,0739	0,1219
2008	0,6017	0,5283	0,0242	-0,1274
2009	0,5057	0,4980	0,2645	0,4427
2010	0,5139	0,4236	0,2506	0,4296
2011	0,6145	0,4728	0,2491	0,4644

Fonte: Elaborada pelos autores.

Cabe referir que neste exercício a lucratividade e a rentabilidade apresentam uma elevação significativa se comparada aos anos anteriores, atingindo níveis de 26,45% e 44,27%, respectivamente.

No ano de 2011, observa-se o maior nível de endividamento geral, o qual atinge em média, 61,45% do ativo das empresas. O endividamento bancário, embora não tão elevado como em 2008 e 2009, também é significativo, representado em média 47,28% em relação às dividas totais das empresas do setor. Tal como observado em 2009, os níveis de lucratividade e rentabilidade são elevados em 2010, representando, respectivamente, 24,91% e 46,44%.

Cabe ressaltar que embora os níveis de endividamento geral tenham se mantido bastante estáveis durante todo o período, fica evidente que nos últimos 4 anos há um maior endividamento bancário das empresas do agronegócio analisadas, sendo que nos últimos três anos se observa um acréscimo significativo nos níveis de lucratividade e rentabilidade.

A partir deste conjunto de dados médios anuais, acrescentaram-se dados do PIB do agronegócio e do volume de crédito destinado a este segmento pelas políticas governamentais. Com base nestes dados, buscou-se correlacionar os dados de endividamento, rentabilidade e lucratividade com estes dados do setor, estando os resultados apresentados na Tabela 5.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 5 – Correlação entre os Indicadores de Endividamento, Lucratividade, PIB do Agronegócio e Volume de Crédito Destinado ao Agronegócio em Termos Médios

Correlação	End_T_Med	End_Bc_Med	Lucrat_Med	Rentab_Med	PIB_Agro	Créd. Agr.
End_T_Med	1					
End_Bc_Med	-0,2800	1				
Lucrat_Med	-0,5443	0,3886	1			
Rentab_Med	-0,4987	0,1535	0,9312	1		
PIB_Agro	-0,0237	0,6334	0,6332	0,3871	1	
Créd. Agr.	-0,1862	0,6377	0,7832	0,6365	0,8758	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir da Tabela 5 pode-se observar uma correlação negativa entre o endividamento total médio do período de -0,5443, ratificando as evidências apresentadas anteriormente, de que a lucratividade diminui à medida em que o endividamento aumenta. Por outro lado, observam-se correlações positivas de 0,6334 entre o endividamento médio bancário em relação ao PIB do agronegócio e 0,6377 no crédito do agronegócio. A lucratividade média das empresas também apresenta correlação positiva de 0,6332 em relação ao PIB do agronegócio e correlação forte de 0,7832 em relação ao crédito deste segmento. A rentabilidade mostra correlação média de 0,6365 em relação ao crédito do agronegócio.

É possível perceber pela Tabela 5 que o aumento do crédito do agronegócio pode ter influenciado no aumento da lucratividade das empresas, assim como esse mesmo aumento pode ter influenciado do crescimento do PIB do agronegócio.

Contudo, é importante destacar que o aumento da lucratividade entre outros fatores pode ter sido influenciado pela gradativa redução da taxa de juros reais no período (Figura 1). Esse fator pode ser atribuído às melhorias na estrutura dos mercados financeiros de crédito que contribuíram positivamente para aumentar a eficiência na alocação de recursos da economia, diminuindo a taxa de juros.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

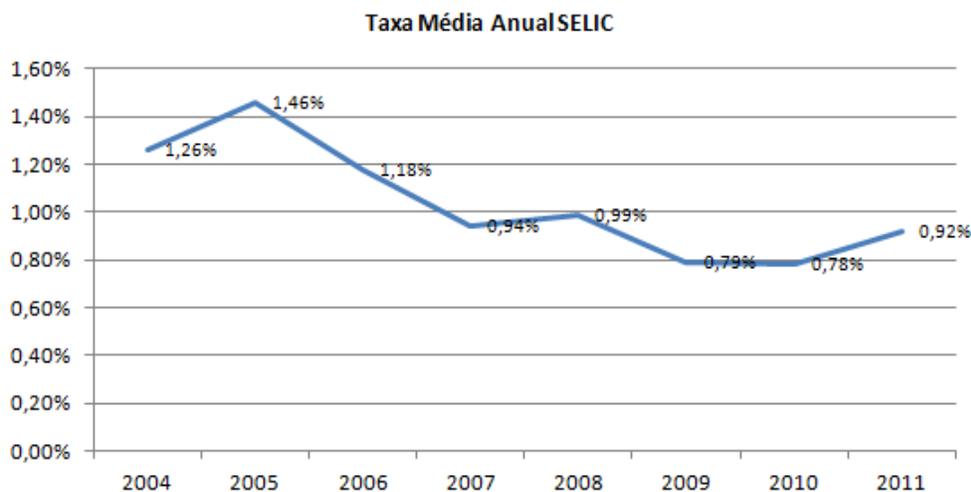


Figura 1: Taxa Média Anual SELIC (% a.a.).

Fonte: Elaborado com base nos dados do Banco Central do Brasil (2012).

Segundo informações obtidas no portal do Banco Central do Brasil, transformações importantes ocorreram na estrutura dos mercados financeiros no país nos últimos anos. Além do aumento da participação do crédito no PIB, que passou de 25% no ano de 2001 para aproximadamente 50% na metade desse ano, o processo de redução dos *spreads* bancários em andamento e a aprovação da Lei que cria o cadastro positivo do crédito de clientes (Lei nº 12.414, de 9 de junho de 2011), podem ter efeitos significativos no aumento da lucratividade dessas empresas.

A elevação dos preços das *commodities* no mercado internacional também pode explicar o aumento da rentabilidade nos últimos três anos (Figura 2). Conforme informações obtidas no portal do Banco Central do Brasil, a evolução dos preços na última década foi influenciada pela aceleração da atividade econômica em importantes economias do mundo, sobretudo, nos mercados emergentes, como é o caso do Brasil, onde o aumento da demanda por produtos primários evidenciou o crescimento intensivo das *commodities*.

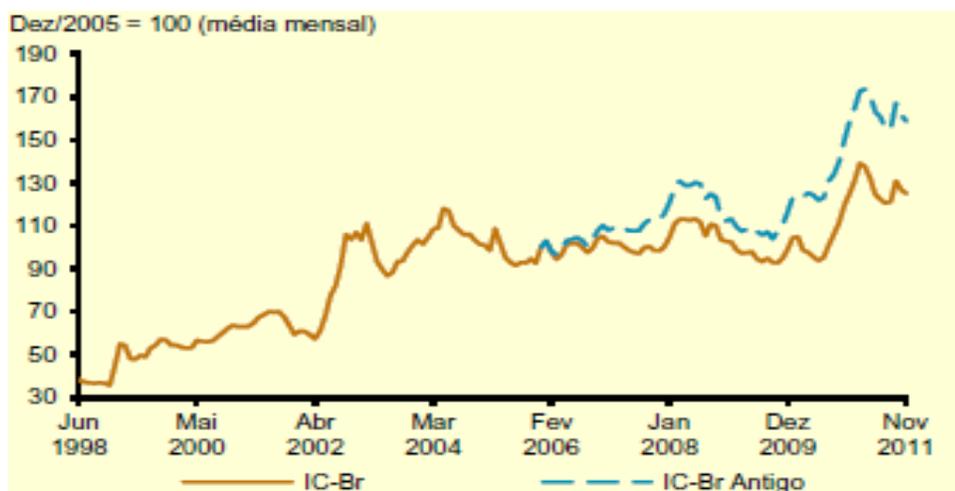


Figura 2: Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br).

Nesta análise inicial, principalmente a partir da Tabela 4 é possível observar dois períodos bastante distintos, ou seja, de 2004 a 2007, com menores índices de endividamento bancário, lucratividade e rentabilidade. Já no quadriênio seguinte, observa-se comportamento distinto nestes índices. Buscou-se por meio da análise de variância evidências mais significativas sobre o observado. Estas análises são apresentadas na seção seguinte.

4.2 Análise de Variância dos dados de PIB e Financiamento

Para melhor entender e explicar a mudança ocorrida nos níveis de endividamento bancário, lucratividade e rentabilidade das empresas da amostra, analisou-se a evolução do crédito do agronegócio e do PIB do agronegócio, respectivamente. A análise de variância da evolução do crédito disponibilizado para o agronegócio está apresentada na Tabela 6.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 6 - Evolução do crédito para o agronegócio

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
Crédito Agro 2004/2007	4	195,40	48,85	51,74	20,0134	0,0042	5,9874
Crédito Agro 2008/2011	4	353,70	88,43	261,29			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Identifica-se na tabela 6 que a média de recursos destinados ao agronegócio, por meio do crédito agrícola, registrou significativo crescimento, praticamente duplicando de valor no último quadriênio. O volume médio de recursos disponibilizados ao setor no período 2004-2007 foi de 48,85 milhões de reais. Já no quadriênio seguinte a média de evolução de créditos disponibilizados e investidos no agronegócio atingiu o nível médio de R\$ 88,43 milhões. Pelo p-valor de 0,0042, observa-se que num intervalo de confiança de 99% existe real diferença entre as médias, comprovando que os recursos disponibilizados por meio de crédito agrícola no segundo quadriênio analisado são muito superiores aos do primeiro.

A partir desta análise, cabe observar a evolução dos dados do PIB do agronegócio no mesmo período, conforme Tabela 7.

Tabela 7 - Evolução do PIB do agronegócio

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
PIB Agroneg 2004/2007	4	3.183,40	795,85	940,52	13,1241	0,0111	5,9874
PIB Agroneg 2008/2011	4	3.517,20	879,30	1.181,95			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se na Tabela 7 a média do PIB do agronegócio nos dois quadriênios analisados. Pode-se perceber que entre 2004-2007 o valor médio do PIB do setor é de 795,85 milhões. No quadriênio seguinte constata-se que o volume de crédito destinado a este segmento pelas políticas governamentais não interferiu significativamente na

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

evolução média do PIB Agropecuário, pois seu valor passou para 879,30 milhões. Pelo p-valor de 0,0111, constata-se que o valor médio do PIB do agronegócio no segundo quadriênio é muito superior ao do primeiro, o que é estatisticamente significativo, num intervalo de confiança de 98%.

A partir desta análise cabe investigar, ainda, a evolução do endividamento total das empresas nos dois quadriênios, conforme evidencia a Tabela 8.

Tabela 8 - Evolução do endividamento total das empresas

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
Endivid_Tot 2004/2007	91	52,6249	0,5783	0,0297	0,3803	0,5382	3,8933
Endivid_Tot 2008/2011	92	51,4225	0,5589	0,0602			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Verifica-se a partir da Tabela 8 que a média de endividamento das empresas do setor entre 2004 e 2007 é de 0,5783. No quadriênio seguinte, apesar de um aumento de disponibilização de recursos oficiais oriundos dos programas governamentais, conforme relatado anteriormente, o endividamento médio total das empresas manteve-se estável, na margem de 0,5589. O resultado do p-valor de 0,5382 não é estatisticamente significativo, indicando que as médias dos dois períodos sofreram pouca variação, permanecendo praticamente estáveis.

Cabe ressaltar, a partir dos dados da Tabela 8, que durante o período analisado as empresas mantiveram sua estrutura de capital com a utilização de capital de terceiros em volume pouco superior ao de recursos próprios.

A análise da variância do endividamento bancário das empresas é apresentada na Tabela 9.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

Tabela 9 - Evolução do endividamento bancário das empresas

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
Endiv_Banc 2004/2007	91	32,4643	0,3568	0,0736	9,5091	0,0024	3,8933
Endiv_Banc 2008/2011	92	44,2247	0,4807	0,0742			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Diferentemente do resultado apresentado na Tabela 8, quando não se constatou alteração relevante no endividamento médio total das empresas, a partir da Tabela 9 verifica-se que o percentual de endividamento médio bancário aumentou de 0,3568 no primeiro período analisado para 0,4807 no período seguinte. Pelo p-valor de 0,0024, observa-se que este endividamento bancário maior no quadriênio 2008-2011 é significativamente estatístico, num intervalo de confiança de 99%. Esse aumento do endividamento coincide com o incremento do volume de recursos disponibilizado para o agronegócio.

Com base nos dados disponibilizados na Tabela 10, pode-se analisar a evolução da lucratividade das empresas nos dois períodos compreendidos pela análise.

Tabela 10 - Evolução da lucratividade das empresas

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
Lucratividade 2004/2007	91	3,3995	0,0374	0,0423	17,7809	0,0000	3,8933
Lucratividade 2008/2011	92	18,1345	0,1971	0,0887			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base nos dados da Tabela 10, observa-se que no primeiro período analisado a lucratividade média corresponde a 3,74% em relação à receita líquida. Contudo, no segundo quadriênio verifica-se que a representatividade da lucratividade é de 19,71% em relação ao total da receita líquida. O p-valor de 0,000, estatisticamente

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

significativo a um intervalo de confiança de 99%, confirma o aumento expressivo da lucratividade média das empresas do agronegócio no segundo quadriênio.

A análise da variância da rentabilidade das empresas de agronegócio nos dois períodos é apresentada na Tabela 11 a seguir.

Tabela 11 - Evolução da Rentabilidade das Empresas

Anova: fator único							
Grupo	Contagem	Soma	Média	Variância	F	valor-P	F crítico
Rentabilidade 2004/2007	91	9,9760	0,1096	0,0580	4,9265	0,0277	3,8933
Rentabilidade 2008/2011	92	27,8155	0,3023	0,6286			

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir da Tabela 11 pode-se constatar que no primeiro quadriênio analisado a rentabilidade média representa 10,96% sobre o Patrimônio Líquido. Entretanto, no período 2008-2011, a representatividade média da rentabilidade sobre o PL é de 30,23%. Pelo p-valor de 0,00277, constata-se que a rentabilidade média das empresas no segundo quadriênio é muito superior ao do primeiro, o que é estatisticamente significativo, num intervalo de confiança de 98%.

Concluindo as análises realizadas, percebe-se que o grau de alavancagem financeira se mantém nos mesmos níveis (Tabelas 2, 4 e 5), mesmo com o aumento do volume de crédito disponibilizado para o agronegócio (Quadro 2). Houve um aumento do endividamento bancário e, a partir deste fato, pode-se inferir uma possível relação com o aumento dos recursos disponíveis e queda nas taxas de juros. Em relação à evolução da lucratividade e da rentabilidade, medidas nas Tabelas 10 e 11, respectivamente, observa-se um aumento que pode estar relacionado ao preço das *commodities* concomitante à redução das taxas de juros do período analisado.

Todos estes fatores, entretanto, não promoveram alterações relevantes no perfil da estrutura de capital das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescimento do agronegócio no Brasil nos últimos anos suscita questões relevantes e pertinentes quanto à estrutura de capital, alavancagem financeira, bem como os resultados que as empresas desse ramo apresentam. Diante da evolução do PIB agropecuário em relação ao PIB Nacional e o aumento dos investimentos em programas de subsídios e incentivos às políticas agrárias por parte do governo federal, o estudo buscou avaliar a evolução do endividamento em empresas brasileiras do agronegócio, analisando seu impacto nos resultados das empresas e sua possível relação com a disponibilidade de recursos financeiros disponibilizados por meio da política agrícola oficial.

Os resultados das análises revelam que a estrutura de capital dessas empresas não se alterou, ficando a média de endividamento geral nos últimos anos em 56,86%. Observa-se, por outro lado, que a composição deste endividamento é diferente, representada, nos últimos anos, por um expressivo aumento no endividamento bancário, revelando um perfil de dívida diferente daquele evidenciado no período de 2004 a 2007. Esse fato é coincidente com o aumento da lucratividade e rentabilidade dessas empresas a partir de 2008.

Verifica-se também que a elevação dos incentivos oriundos de programas governamentais interferiu positivamente na lucratividade das empresas do segmento, determinando uma elevação significativa do PIB agropecuário em relação ao PIB do país.

Por outro lado, percebe-se que o aumento do endividamento dessas empresas com bancos oficiais, mesmo observando que o endividamento geral não sofreu grandes alterações nos oito anos, refletindo, apenas negativamente no índice médio da lucratividade dessas empresas do setor.

Entretanto, não se pode afirmar que a mudança no perfil de endividamento seja fator determinante para este aumento. Análises mais aprofundadas, incluindo a evolução dos preços das *commodities*, taxas de juros dos financiamentos obtidos por

estas empresas no intuito de rastrear outros fatores que corroborem com o aumento da lucratividade, são sugestões para pesquisas futuras, contribuindo para os resultados aqui apresentados.

REFERÊNCIAS

BATISTA, A. F.; SIQUEIRA, B. S.; NOVAES, J. F.; FIGUEIREDO, D. M. (2005). *Estrutura de Capital: Uma estratégia para o endividamento ideal ou possível*. In: XXV Encontro Nac. De Eng. De Produção – ENEGEP. Porto Alegre.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas>. Acesso em 15/set/2012

BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. (1989). *Princípios de Finanças Empresariais*. Lisboa, McGraw-Hill, 998 p.

_____. (2005). *Finanças Corporativas: financiamento e gestão de risco*. Porto Alegre, Bookmann, 479 p.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. (2006). *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo, Pioneira Thomson Learning, 1044 p.

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA - CEPEA. Disponível em: < <http://www.cepea.esalq.usp.br/pib/>. Acesso em 03/set/2012.

COELHO, A. C.D.; LOPES, A. B. (2007). Avaliação da Prática de Gerenciamento de Resultados na Apuração de Lucros por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem Financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2):121-144.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 02/set/2012.

DAMODARAN, Aswath. *Finanças Corporativas Aplicadas*. (2002). Manual do Usuário. Porto Alegre, Bookmann, 576 p.

_____. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. Porto Alegre, Bookmann, 796 p.

**Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro
no Período de 2004 a 2011**

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz
Júnior, Marcos Pires

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. 2000. *Teoria da Estrutura de Capital: as discussões persistem*. Caderno de Pesquisas em Administração,1(11): Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART04.pdf> , acesso em 07/05/2012.

FRANÇA, P. (2005). *Captação de Recursos para Projetos e Empreendimentos*. Brasília, Senac, 167 p.

GIL, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo, Atlas, 184 p.

GUILHOTO, J.; SILVEIRA, F.; ICHIHARA, S; AZZONI, C. (2006). *A importância do Agronegócio Familiar no Brasil*. REP, 44(3):355-382.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. (2012). Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/pesquisa/pesquisa>. Acesso em 01/out/2012.

JUNQUEIRA, L. R. et al. (2010). Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002. *Revista Econômica & Gestão*,10(23). Disponível em: <http://periodicos.pucminas.br/index.php/economiaegestao/article/view/1469/2157>. Acesso em 16/abr/2012.

LOURENÇO, J. C. (2008). A evolução do agronegócio brasileiro no cenário atual. *Revista Administradores*. Disponível em: <http://www.administradores.com.br/informe-se>. Acesso em 01/out/2012

MINISTÉRIO DA AGRICULTURA. *Política Agrícola*. (2012). Disponível em: <http://www.agricultura.gov.br/politica-agricola>. Acesso em: 03/out/2012.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3): 261-297.

_____. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *Theory of Investment. American Economic Review*, 53:433-443.

MONTOYA, M. A.; FINAMORE, E. B. (2001). Evolução do PIB do Agronegócio Brasileiro de 1959 a 1995: uma Estimativa na Ótica do Valor Adicionado. *Teoria de Evidenciação Econômica*, 9(16): 9-24.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. (2009). *Metodologia do Trabalho Científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. Novo Hamburgo, Feevale, 288 p.

Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011

Clóvis Antônio Kronbauer, Mauro César Tonidandel, Valéria Siebel, Cláudio Roberto Schmitz Júnior, Marcos Pires

ROSS, S.; WERSTERFIELD, R; JAFFE, J. (2010). *Administração Financeira*. São Paulo, Atlas, 776 p.

SANTOS, M. A. S. (2012). *O financiamento do agronegócio e a responsabilidade dos agentes financeiros nos impactos ambientais*. Jus Navigandi, 17(3299), disponível em: <http://jus.com.br/revista/texto/22207>. Acesso em 18/ago/2012.

SANTOS, C. M.; PIMENTA JUNIOR, T.; CICCIONI, E. G. (2009). Determinantes da Escolha da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Um Survey. *Revista de Administração*, 44(1):70-81.

SILVA, N. M. G.; CESARIO, A. V.; CAVALCANTI, I. R. (2006). *Relevância do Agronegócio para a Economia Brasileira Atual*. In: X Encontro de Iniciação à Docência/UFPB-PRG, disponível em: <http://www.prac.ufpb.br/anais/IXEnex/iniciacao/documentos/anais/8.TRABALHO/8CCSA DAMT01.pdf>. Acesso em 10/set/2012.

STEFANELO, E. (2002). Agronegócio Brasileiro: Propostas e Tendências. *Revista FAE Business*, 3:10-13.

VAN B. J.; GRAHAM, J.; YANG, J. (2011). *Optimal Capital Structure*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1743203. Acesso em 31/ago/2012.

ZONENSCHAIN, C. N. (1998). Nessi. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. *Revista do BNDES*, 6(10): 63-92.

Data de Submissão: 14/11/2012

Data de Aceite: 21/03/2013