

ESTRUTURA DE CAPITAL E GERAÇÃO DE VALOR NO SETOR DO AGRONEGÓCIO: UM ESTUDO SOBRE AS EMPRESAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA

CAPITAL STRUCTURE AND VALUE CREATION IN THE AGRIBUSINESS: A STUDY OF THE COMPANIES IN BM&F BOVESPA

Fabiolla Valéria GONÇALVES

Universidade Federal de Uberlândia - UFU
fabiolla.vg@hotmail.com

Thiago de Ávila MARQUES

Universidade Federal de Uberlândia - UFU
thiago.avila.m@hotmail.com

Kárem Cristina de Sousa RIBEIRO

Universidade Federal de Uberlândia - UFU
kribeiro@ufu.br

Recebido em 11/2013 – Aprovado em 01/2014

Resumo

O trabalho adota a premissa de que a estrutura de capital influencia o valor da empresa, conforme a “teoria tradicional do endividamento” de Durand (1952). Desta forma, o objetivo principal da pesquisa foi analisar se existe uma relação positiva entre endividamento e valor econômico agregado (EVA, na sigla em inglês) na amostra. Os dados foram coletados para todas as empresas dos subsetores “agropecuária” e “alimentos processados”, a partir das demonstrações contábeis de 2012. Os resultados demonstram que não existe significância estatística da rentabilidade do patrimônio líquido e do EVA como determinantes da estrutura de capital da amostra selecionada. Em relação à inexistência de relação significativa entre valor econômico agregado e estrutura de capital, o trabalho fornece evidências para que seja confirmada a teoria de Modigliani e Miller (1958) alternativamente à de Durand (1952), ou seja, de que o valor da empresa não guarda relação com a estrutura de capital.

Palavras-Chave: Estrutura de capital; Valor econômico agregado; Agronegócio.

Abstract

The paper adopts the premise that capital structure influences the value of the company, according to "traditional theory of indebtedness" Durand (1952). Thus, the main objective of the research was to examine whether there is a positive relationship between debt and economic value added (EVA, its acronym in English) in the sample. Data were collected for all companies in the subsectors "agriculture" and "processed foods", from the 2012 financial statements. The results show that there is no statistical significance of return on shareholders' equity and EVA as determinants of capital structure of the selected sample. Regarding the lack of significant relationship between economic value and capital structure, the work provides evidence for the theory of Modigliani and Miller (1958) as an alternative to Durand (1952) is confirmed, that the value of the company no relationship to the capital structure.

Keywords: *Capital structure; Economic value added; Agribusiness.*

1 INTRODUÇÃO

O conceito de "agribusiness" foi proposto pela primeira vez em 1957 por Davis e Goldberg nos EUA. Conforme Duarte (2010) o agribusiness ou o agronegócio é uma cadeia produtiva de comercialização de insumos e produtos agrícolas, relacionada com a agricultura e pecuária. Hoje o agronegócio é compreendido como a junção de quatro importantes segmentos: a produção agrícola básica, o insumo para a agropecuária, a agroindústria de processamento e a distribuição.

De acordo com informações do Ministério da Agricultura Pecuária e Abastecimento (MAPA), desde o final dos anos 90 o Brasil vem apresentando um crescimento significativo no comércio internacional do agronegócio. O país se mantém como um dos líderes mundiais na produção e exportação de vários produtos

agropecuários e é considerado o primeiro produtor e exportador de café, açúcar, etanol e suco de laranja, além de se manter como em primeiro no ranking de vendas externas dos derivados de soja (grãos, farelo e óleo).

Ainda segundo divulgação do MAPA, entre setembro de 2011 e agosto de 2012, as exportações dos produtos agropecuários brasileiros atingiram US\$ 96 bilhões com crescimento de 8,8% em comparação às vendas nos doze meses anteriores. Consequentemente a balança comercial do período registrou um superávit de US\$ 79,1 bilhões, registrando uma alta de 10%.

De acordo com a Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA) e o Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea), da Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo (Esalq/USP), o Produto Interno Bruto (PIB) do agronegócio brasileiro cresceu de forma expansiva em abril, cerca de 0,77%, aumentando em 2,99% o acumulado do primeiro quadrimestre de 2013. As expectativas para a produção e os preços foram boas, sendo que o segmento primário manteve-se a frente do crescimento com 0,51%.

O agronegócio da agricultura também cresceu, mas ficou abaixo da expansão acumulada da pecuária que no período ficou em 2,61%. Considerando que as atividades industriais vêm passando por dificuldades desde 2012, o crescimento de 2,88% registrado no quadrimestre pode ser considerado como um avanço do setor. Com destaque para a indústria do etanol, que no período, cresceu 8,13%, incentivada pelo elevado aumento da produção.

A tecnologia da informação e a globalização proporcionaram aos investidores a capacidade de avaliar investimentos em qualquer lugar do mundo, redirecionando o fluxo de capitais no

mesmo momento e com a mesma velocidade em que avaliam seus investimentos (ASSAF NETO, 2009). Dentro dessa perspectiva a geração de valor para a empresa, proporciona o seu aumento de valor no mercado em virtude da parcela do lucro que supera o custo do capital investido pelos acionistas (ANGONESE, SANTOS e LAVARDA, 2010).

Dentro da questão de criação de valor existe um tema correlacionado que é a estrutura de capital. Durand (1952) cita em seus trabalhos a possível existência de uma estrutura ótima de financiamento que reduziria o custo total de capital. Em um de seus estudos, Modigliani e Miller (1958) indagam se a estrutura de capital afetava ou não o valor da empresa, e em seguida indicam que o valor de mercado de qualquer organização independe da sua estrutura de capital. O que de acordo com a observação de Angonese, Santos e Lavarda (2010) contrapõe a teoria clássica, que argumenta a existência de uma estrutura de capital ótima que maximizaria seu valor reduzindo o custo de capital.

Em virtude da importância relativa do Brasil no comércio internacional dos produtos do agronegócio, esta pesquisa se propõe a resolver a seguinte questão problema: existe uma relação positiva entre o endividamento e o valor econômico agregado (EVA) para as empresas do segmento agropecuário listadas na BOVESPA?

A partir da questão levantada delineou-se o seguinte objetivo geral: averiguar se existe uma relação positiva entre o endividamento e o valor econômico agregado para as empresas do segmento agropecuário listadas na BOVESPA.

A próxima seção disserta sobre as decisões de investimento e maximização do valor, valor de empresa e criação de valor e estrutura de capital. A terceira seção discute a metodologia empregada, apresentando uma análise com

estatística descritiva (índice de correlação) e estimação da regressão linear pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). A seção quatro aborda os resultados e em seguida a seção cinco apresenta as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DECISÕES DE INVESTIMENTO E MAXIMIZAÇÃO DE VALOR

Pode se entender que, as decisões de investimento envolvem a elaboração, avaliação e seleção de propostas de aplicações de capital de médio e longo prazo, para produzir certo retorno aos proprietários de ativos. Estas decisões podem promover alterações no volume de capital voltado à produção de bens e serviços que geralmente envolvem a mensuração dos fluxos de caixa associados as proposta de investimento, que se torna atraente quando seu retorno é superior às taxas de remuneração exigidas pelos proprietários do capital (ASSAF NETO, 2009).

Antunes e Procianny (2003) citam que o teorema da separação demonstra que a decisão de investimento sob os aspectos de certezas e incertezas engloba duas etapas. A primeira não dependente das decisões pessoais e permite que o investidor delegue a outrem as decisões de investimento. E a segunda entre propriedade e controle, permite aos sócios escolher seus agentes e delegar a estes as decisões de investimento. Assim levando em consideração o risco associado, os gestores devem investir em oportunidades produtivas com rendimento superior ao capital da empresa, o que conduz a maximização do valor da ação.

A maximização do valor só ocorre a partir do pressuposto de que os gestores das empresas superestimam o valor da firma quando tomam as

decisões de investimento, o que só tem sentido quando existe uma concordância entre gestores e acionistas (LAMB, 1993). A teoria de valorização da empresa postula que o valor de mercado da empresa é igual ao valor descontado dos fluxos dos lucros futuros gerados pelos ativos existentes, mais o valor presente líquido (VPL) descontado das oportunidades de investimento que se espera disponível para a empresa no futuro (MCCONNELL; MUSCARELLA, 1985).

Ainda de acordo com estes autores, quando se considera as empresas cuja taxa de oportunidade do retorno de investimento é apenas igual ao retorno exigido pelo mercado, a teoria da avaliação tradicional prevê que nem anúncios de aumentos inesperados nem anúncios de quedas inesperadas quanto às despesas de capital, terão qualquer efeito sobre o valor da empresa no mercado. Isto porque não existe um VPL positivo a ser capitalizado no valor de mercado da empresa no momento em que ocorre um aumento inesperado da despesa de capital e nem quando estas são reduzidas. Assim para estas empresas, cada projeto de investimento é um fator marginal, que é igual ao custo de oportunidade determinado pelo mercado de capitais e a maximização da riqueza dos acionistas.

De acordo com Copeland e Weston (1988) o emprego do VPL vai de encontro com os objetivos da empresa, pois quando ocorrem decisões de investimento em condições de certeza, maximizar a riqueza equivale a maximizar o valor presente líquido. Antunes e Procianoy (2003) citam ainda que, de acordo com a Teoria de Investimentos, pode se supor que a reação positiva do mercado ocorre quando existem gastos com capitais em projetos com VPL positivos, o que eleva o valor das ações, e os gastos com capitais em projetos com VPL negativo contribuem para uma reação

negativa do mercado e assim uma queda no valor das ações.

2.2 VALOR DE EMPRESA E CRIAÇÃO DE VALOR

A gestão baseada no valor envolve a mensuração do valor agregado (VEA) ou EVA (Economic Value Added) como principal referência para se avaliar o desempenho da empresa. Este modelo de gestão vincula responsabilidades e atuações explícitas das diversas áreas da administração da empresa a determinadas metas de riqueza, como por exemplo, elevar o preço de mercado das ações em determinado percentual, gerar um EVA anual positivo aos acionistas, entre outras. Assim a criação de riqueza não é medida pelo valor de mercado de uma empresa e sim pela diferença entre seu valor de mercado e o capital investido pelos sócios (ASSAF NETO, 2009).

Copeland e Weston (1998) citam que o valor de mercado de uma empresa pode ser encontrado somando se o valor presente de um fluxo de caixa obtido pelos resultados futuros dos ativos atuais em uso na empresa, ao valor presente do fluxo de caixa resultante das novas oportunidades de investimento. Dessa maneira, o valor de uma empresa pode ser explicado por sua capacidade de gerar caixa a um nível de risco assumido, determinando modificações na taxa de desconto. Já o valor agregado ao acionista é entendido como o resultado líquido que a empresa foi capaz de produzir acima das expectativas manifestada pelo mercado (ASSAF NETO, 2009).

Ainda para este autor, a geração de valor ou valor econômico agregado, pode ser definida como o resultado apurado pela sociedade que ultrapassa a remuneração mínima exigida pelos proprietários do capital, ou seja, os sócios e acionistas. Dessa maneira, o VEA pode ser calculado pela seguinte expressão:

$VEA = \text{Lucro Líquido} - (\text{custo de capital próprio} \times \text{patrimônio líquido})$

De acordo com Angonese, Santos, Lavarda (2010) um dos fatores que gera questionamento na composição do cálculo do VEA, é o cálculo da variável que representa o custo médio ponderado de capitais. O cálculo deste custo depende da identificação do capital de terceiros, o que nem sempre é fácil, principalmente se o usuário contemplar apenas as informações divulgadas. Da mesma maneira, a estimativa do custo de capital próprio torna-se subjetiva à medida que se utiliza o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e se considera o horizonte de tempo para a estimativa do beta que equivale ao prêmio do risco, da mesma maneira que estima o horizonte de tempo para o cálculo da taxa média de retorno da carteira de ações que representa o mercado.

2.3 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital pode ser definida como a combinação de financiamento ótimo almejado entre capital de terceiros e capital próprio, ou seja, é a maneira como as empresas vão utilizar o capital de terceiro e o capital próprio para financiar suas atividades.

Nas tomadas de decisão a estrutura de capital se enquadra como uma das áreas mais complexas devido ao fato de se inter-relacionar com as demais áreas variáveis financeiras de gestão. Se as decisões sobre a estrutura de capital forem errôneas, estas podem originar um elevado custo de capital (ASSAF, 2009).

Conforme citação de Angonese, Santos, Lavarda (2010) existem duas correntes teóricas sobre estrutura de capital, uma tradicionalista, defendida por Durand (1952) e outra proposta por Modigliani e Miller (1958).

Na teoria tradicional, Durand (1952) legitima que a estrutura de capital influencia o valor da empresa, assim uma boa combinação entre o capital próprio e o capital de terceiros pode maximizar o valor de mercado de uma empresa.

Nesta vertente a maximização do valor da empresa ou a estrutura de capital ótima pode ser obtida quando o custo de capital de terceiros estiver estável até certo nível de endividamento, a partir do qual começa a se elevar por causa do risco de falência.

No entanto como o custo de capital é menor que o custo de capital próprio a organização se endividaria até o limite em que seu capital total atingisse um nível mínimo (BRITO, CORRAR e BATISTELA, 2007).

Diferentemente desta teoria, Modigliani e Miller (1958) atestam que num mercado perfeito, sem impostos, o custo de capital da empresa é o mesmo para qualquer nível de endividamento, não existindo uma estrutura de capital ótima.

Assim o valor de uma empresa é função dos fluxos de caixa gerados pela organização e do seu risco, não sendo, portanto função da forma como ela é financiada.

Em ambas as teorias são possíveis verificar a existência de uma relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa.

Dessa maneira, devido ao reconhecimento do custo de financiamento no resultado, o lucro ou o prejuízo acabam sendo afetados, e se considerarmos que o lucro está presente em inúmeras apurações da criação de valor, pode-se considerar que estrutura de capital acaba por impactar na geração de valor (ANGONESE, SANTOS, LAVARDA, 2010).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa tem como objetivo descrever as características de uma população em relação a um fenômeno, por meio da técnica da coleta e classificação de dados, o que a permite ser classificada como descritiva (ANDRADE, 2002). Quanto aos procedimentos este estudo foi classificado como documental, de acordo com Gil (1999) na pesquisa documental os dados ainda

não receberam um tratamento analítico ou serão reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

Quanto à abordagem a pesquisa foi classificada como quantitativa, pois os processos de coleta e análise dos dados são separados no tempo, ou seja, a coleta antecede a análise dos dados (ROESCH, 1999). A amostra inicialmente utilizada neste estudo era integrada pelas 29 empresas listadas na BM&F Bovespa nos subsetores

Tabela 1: Amostra inicial

SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR	SEGMENTO
Consumo não Cíclico	Agropecuária	Agricultura
		MONSANTO
		RASIP AGRO
		RENAR
		SLC AGRICOLA
	V-AGRO	
	Alimentos Processados	Açúcar e Álcool
		BIOSEV
		COSAN
		COSAN LTD
		SAO MARTINHO
		Café
		CACIQUE
		CAF BRASILIA
		IGUACU CAFE
		Grãos e Derivados
		CLARION
		Carnes e Derivados
		BRF SA
		EXCELSIOR
		JBS
		MARFRIG
		MINERVA
		MINUPAR
		Laticínios
		LAEP
		MONTICIANO
		VIGOR FOOD
		Alimentos Diversos
H J HEINZ		
J.MACEDO		
JOSAPAR		
KRAFT GROUP		
M.DIASBRANCO		
ODERICH		
TEREOS		

agropecuária e alimentos processados, dentro do grupo de empresas contidas no setor econômico de “consumo não cíclico” da bolsa brasileira, para o exercício findo em 31/12/2012.

As empresas que não apresentavam os dados necessários no banco de dados *Econômica* para o período foram excluídas da amostra, quais sejam Caf Brasília e Clarion. Para as empresas restantes foram coletadas as variáveis ativo total, patrimônio líquido, lucro líquido, passivo circulante e passivo não circulante; a construção das variáveis e sua justificativa do ponto de vista teórico estão descritas a seguir.

3.1 VARIÁVEIS

Como o objetivo deste trabalho é avaliar se existe relação entre a estrutura de capital das empresas do setor do agronegócio brasileiro e a criação de valor (como representativa do impacto da decisão de investimento das companhias sobre a geração de riqueza), foi considerada como variável dependente o nível de endividamento das companhias (*endiv*). As variáveis explicativas são a rentabilidade do patrimônio líquido (*rentpl*), que também é indicada como fator que contribui para explicar o endividamento das firmas, e o valor econômico agregado (*eva*).

Todas as variáveis foram ajustadas pela inflação e construídas a partir das demonstrações contábeis do final do exercício de 2012 disponíveis no banco de dados *Econômica*. Na existência de ações de diferentes classes (ordinária e preferencial, majoritariamente) para a mesma empresa, fez-se a opção por aquelas da classe ordinária por representarem o controle acionário das companhias.

O endividamento, usado como *proxy* para a estrutura de capital da empresa, foi obtido pela expressão:

$$Endiv = \frac{(PC + PNC)}{AT}$$

Em que:

PC: passivo circulante em 31/12/2012, ajustado pela inflação e em milhares;

PNC: passivo não circulante em /12/2012, ajustado pela inflação e em milhares;

AT: ativo total em 31/12/2012, ajustado pela inflação e em milhares.

A variável explicativa tida como principal para o atendimento do teste da hipótese deste trabalho é o valor econômico agregado (*EVA*), cujo cálculo foi realizado da seguinte maneira:

$$EVA = LL - (K_e \times PL)$$

Em que:

LL: lucro líquido em 31/12/2012, ajustado pela inflação e em milhares;

K_e : custo de capital próprio;

PL: patrimônio líquido em 31/12/2012, ajustado pela inflação e em milhares.

Para obtenção do custo de capital próprio foi empregado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Foi utilizada como representativa da taxa livre de risco a remuneração garantida para os depósitos feitos na caderneta de poupança, 6%. O beta médio do setor foi obtido no banco de dados *Econômica*, sendo utilizado 0,92. A taxa de retorno do mercado foi obtida pela apuração do retorno médio alcançado pelo índice Ibovespa no período 01/01/2003 a 31/12/2012; a variação acumulada do índice nesse período forneceu uma taxa anual média de valorização de 12,27%.

Adicionalmente à variável *eva*, foi inserida também ao modelo a rentabilidade do patrimônio

líquido (*rentpl*) em função de seu potencial de explicação do nível de endividamento das empresas. A expressão utilizada para a elaboração desse indicador é a seguinte:

$$Rentpl = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

A opção por essa variável encontrou respaldo na Teoria *Pecking Order*, pela qual as empresas seguem a uma ordem de fontes para seu financiamento qual seja lucros gerados e retidos, endividamento e emissão de títulos de dívida. Isto é, empresas com bons índices de rentabilidade disporiam de uma maior parcela do financiamento proveniente de recursos próprios e, portanto, seria esperada uma relação negativa entre este indicador e o nível de endividamento.

3.2 MODELO ECONOMÉTRICO

O tratamento estatístico dos dados foi feito a partir da utilização do *software* Stata 11. A técnica estatística utilizada foi a regressão linear múltipla, a partir da estimação de um modelo pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), e a análise de correlação. O modelo construído a partir das variáveis referidas anteriormente é o que se segue:

$$Endiv_i = \beta_1 + \beta_2rentpl + \beta_3eva$$

Figura 1: Matriz de correlação entre as variáveis independentes

	eva	rentpl
eva	1.0000	
rentpl	-0.1756	1.0000

Analisando a matriz de correlação entre as variáveis explicativas de modo a identificar uma possível sobreposição das variáveis em relação à explicação da variação da variável endividamento, percebe-se que o índice de correlação é praticamente nulo. Dessa forma, descarta-se problemas de multicolinearidade no modelo.

4 RESULTADOS E ANÁLISE

Iniciando a análise pela matriz de correlação entre todas as variáveis do modelo, nota-se que a relação entre o valor econômico agregado (*eva*) e o endividamento das empresas da amostra se mostrou praticamente nula, o que mostra uma certa aderência à teoria de Modigliani e Miller na medida que indica que a opção de estrutura de capital é indiferente para a criação de valor nas companhias selecionadas.

Figura 2: Matriz de correlação de todas as variáveis

	endiv	rentpl	eva
endiv	1.0000		
rentpl	0.8083	1.0000	
eva	-0.0606	-0.1756	1.0000

Avaliando a variável rentabilidade do patrimônio líquido e sua relação com o nível de endividamento das empresas selecionadas, o índice de correlação aponta uma relação positiva e relativamente alta. Este resultado se mostra inconsistente em relação à teoria de *Pecking Order* que de acordo com Myers (1984), pela qual empresas com maior rentabilidade tenderiam a utilizar majoritariamente recursos internos para seu financiamento e recorreriam menos ao endividamento.

A estimação do modelo de MQO requereu a validação dos pressupostos por meio dos testes para detectar problemas de dados discrepantes, aleatoriedade, distribuição normal dos resíduos e variância constante do termo de erro (homocedasticidade). A análise dos resíduos ao nível de significância de 5% apontou a ausência de *outliers*. Foi aplicado o teste de Dickey-Fuller para testar se os dados são estacionários e encontrados resultados que comprovaram a estacionariedade da amostra. Para a avaliação da normalidade dos resíduos foi aplicado o teste de Jarque-Bera, que sugeriu a aceitação da hipótese de distribuição normal dos termos de erro. Quanto à homocedasticidade, o teste de White indicou a variância constante dos resíduos. Validados estes pressupostos, os resultados da estimação do modelo pelo método de MQO pode ser visualizado na Figura 3.

Analisando os resultados das variáveis explicativas, nota-se que apenas o coeficiente estimado para a rentabilidade do patrimônio líquido é estatisticamente significativo a 5%; já o coeficiente da variável valor econômico agregado não é significativo a 5%. Retomando a análise decorrente da matriz de correlação, percebe-se novamente que a rentabilidade do patrimônio líquido não possui uma relação com o nível de

endividamento de acordo com o sinal esperado, no caso, negativo. Em se tratando do EVA e seu impacto sobre o nível de endividamento, nota-se a indiferença entre ambas (evidenciando certa correspondência à teoria de Modigliani e Miller); por mais que a matriz de correlação tenha mostrada uma relação negativa entre o EVA e o nível de endividamento, essa relação não se mostrou significativa.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo analisar se existe uma relação entre o nível de endividamento (ou, em última instância, a estrutura de capital) das empresas do setor de agropecuária e alimentos processados e a geração de riqueza ao acionista medida através do valor econômico agregado (EVA). Para contribuir com o poder explicativo do modelo foi acrescentada a variável rentabilidade do patrimônio líquido, também para que fosse contemplado no trabalho um componente financeiro da decisão de estrutura de capital. A teoria tradicional do endividamento e a teoria do Pecking Order sugerem, respectivamente, que a estrutura de capital interfere na criação de valor

Figura 3: Estimação do modelo por MQO

Source	SS	df	MS			
Model	18936.189	2	9468.0945	Number of obs = 16		
Residual	9745.87265	13	749.682511	F(2, 13) = 12.63		
Total	28682.0617	15	1912.13744	Prob > F = 0.0009		
				R-squared = 0.6602		
				Adj R-squared = 0.6079		
				Root MSE = 27.38		

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
endiv						
rentpl	.5606888	.1118729	5.01	0.000	.3190022	.8023754
eva	8.59e-06	.0000168	0.51	0.618	-.0000277	.0000449
_cons	72.1944	9.121677	7.91	0.000	52.48821	91.90058

da empresa e que organizações com maior rentabilidade tendem a apresentar menores níveis de endividamento, e foram a base de verificação deste trabalho.

Os resultados evidenciaram uma regressão estatisticamente significativa como um todo, mas não significativa para todos os parâmetros estimados. No caso do coeficiente estimado para a variável EVA o coeficiente não se mostrou significativo, indicando certa aderência à teoria de Modigliani e Miller (alternativa à teoria tradicional do endividamento) de que o valor da empresa não guarda relação com a estrutura de capital adotada.

Em relação ao coeficiente estimado para a rentabilidade do patrimônio líquido, a significância estatística indica respaldo à teoria de Pecking Order, mas o sinal encontrado contraria as premissas dessa teoria.

Portanto, para a amostra selecionada, não existem evidências empíricas para afirmar que o valor econômico agregado pode determinar a estrutura de capital das empresas e nem que empresas com maior rentabilidade são incentivadas a financiar-se majoritariamente com recursos próprios (reduzindo, desse modo, seus níveis de endividamento).

REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. M. Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós-graduação: Noções Práticas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ANGONESE, R.; SANTOS, P. S. A. dos; LAVARDA, C. E. F.. Valor Econômico Agregado (EVA) e Estrutura de capital em Empresas do IBRX. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, São Paulo, 2010.

ANTUNES, M. A., PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.

Revista e administração. São Paulo, v.38, n.1, p. 5-14, jan/fev/mar. 2003.

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 4ª Ed. São Paulo: Atlas. 2009.

BOVESPA: <http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/empresaslistadas/BuscaEmpresaLista.da.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 30 Mai. 2013.

BRITO, G. A.. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital nas maiores empresas que atuam no Brasil. R. Cont. Fin. USP, São Paulo, n. 43, pp. 9 – 19, Jan./Abr. 2007.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. Financial theory and corporate policy. 3rd ed. Reading: Addison-Wesley, 1988.

DUARTE, S, L. Comportamento das variáveis dos custos de produção das culturas do café, cana-de-açúcar, milho e soja em relação ao preço de venda. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós- Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia. 2010.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. New York, 1952.

GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

LAMB, R. A decisão de investimento nas empresas e a reação do mercado de capitais: uma abordagem informacional. Dissertação (Mestrado em Administração) — Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil.1993.

MCCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C.J. Corporate capital expenditures decisions and the market value of the firm. Journal of Financial Economics, Amsterdam, v.14, Iss.3, p.399-422, Sept.1985. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X85900066>>. Acesso em: 04 Jun. 2013.

MINISTÉRIO DA AGRICULTURA: <http://www.agricultura.gov.br/vegetal/exportacao>. Acesso em: 30 Mai. 2013.

MINISTÉRIO DA AGRICULTURA:<http://www.agricultura.gov.br/internacional/noticias/2012/09/exportacoes-do-agronegocio-atingem-uss-62-bilhoes-no-ano>. Acesso em: 04 Jun. 2013.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H.. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v.48, n.3, Jun.1958.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. v. 29, n. 3, p. 575-592, 1984.

ROESCH, S. M. A.. *Projetos de estágio e de pesquisa em administração*. 2ª Ed.. São Paulo: Atlas, 1999.