

Alavancagem financeira e desempenho econômico financeiro: análise no agronegócio brasileiro

JAQUELINE CARLA GUSE

Universidade Regional de Blumenau

MAURICIO LEITE

Universidade Regional de Blumenau

NELSON HEIN

Universidade Regional de Blumenau

Resumo

O objetivo do presente estudo consistiu em analisar a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro nas empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas no sub-setor de Agropecuária e Alimentos Processados do setor de Consumo Não Cíclico da BM&FBovespa, ativas no ano de 2014. Devido quantidade de informações disponíveis nesta base de dados Economática®, a amostra compreendeu as 18 empresas, sendo 13 empresas familiares e 5 empresas não familiares. A análise de dados se deu pela análise de dados em painel, para o período de 5 anos, sendo os anos de 2009 a 2013. Os resultados das estatísticas descritivas demonstram similaridades entre o endividamento médio e do lucro operacional das empresas familiares e não familiares. Com relação à análise do modelo geral, utilizando-se tanto das empresas familiares quanto não familiares, obteve-se que somente as variáveis ROA e ROE foram significativas para o modelo. Dessa forma, quanto maior o endividamento total, menor são os retornos sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas; e vice-versa. A análise do modelo das empresas familiares seguiu a mesma lógica da análise conjunta dos dados, sendo que somente as variáveis ROA e ROE foram significativas para o modelo. Já o modelo das empresas não familiares, pode-se observar que somente o TAM, o ROS e a constante foram significativas para o modelo. Com relação ao tamanho, o coeficiente obteve sinal negativo, indicando comportamento contrário ao do endividamento. Já a variável ROS obteve sinal positivo indicando comportamento paralelo ao endividamento. Ou seja, quanto maior o endividamento da empresa, maior são seus investimentos, e vice-versa.

Palavras chave: Agronegócio. Estrutura de Capital. Empresa Familiar.

1 INTRODUÇÃO

O agronegócio é de grande relevância para o Brasil, seja por sua importância na pauta de exportações, seja pela capacidade de geração de renda que equivalente a cerca de um terço do produto interno bruto brasileiro (FIGUEIREDO; DOS SANTOS; DE LIMA, 2012). Este setor tem desempenhado um importante papel econômico e financeiro para o país, contribuindo para o desenvolvimento e crescimento, com uma expressiva participação no Produto Interno Bruto (PIB). Segundo dados do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA, 2012) divulgado no seu relatório PIB do Agronegócio - Dados de 1994 a 2011, o agronegócio representou em 2011 mais de 22% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

O Brasil é um dos maiores e mais importantes fornecedores de alimentos do mundo e um dos mais competitivos no mercado internacional. Segundo o Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA, 2013), o Brasil é o terceiro maior exportador agrícola, ficando atrás apenas dos Estados Unidos e União Europeia, além de apresentar um índice de desenvolvimento agrícola acima da média mundial. Além disso, à medida em que o país faz investimentos significativos no setor e persegue políticas de incentivo à produção agrícola, o Brasil expande sua presença nos mercados de exportação de commodities agrícolas, oferecendo forte concorrência para os exportadores norte-americanos.

Conforme Wanderley (2012), nas últimas três décadas, o agronegócio brasileiro vem melhorando seu desempenho e gerando ganhos de produtividade, o que permite o equilíbrio na balança comercial e uma geração de divisas para o país. Devido a esse desempenho, torna-se importante a busca pela eficiência na gestão empresarial de empresas do agronegócio brasileiro, dada a notoriedade do setor no Brasil. Um dos meios para isso, é a análise de desempenho econômico-financeiro, que permite uma avaliação da empresa quanto suas atividades passadas e, permite realizar um planejamento para ações futuras. Segundo Perez e Famá (2008), um bom desempenho econômico-financeiro retrata uma situação de sustentabilidade da empresa no meio em que atua.

Tendo em vista a realidade brasileira, as mudanças ocorridas na alavancagem financeira geram variações na tangibilidade das empresas, fato que pode ser explicado pela grande busca de financiamentos garantidos por alienação fiduciária de ativos imobilizados, o que facilita o acesso ao crédito por parte das empresas do setor do agronegócio, aumentando os prazos de pagamento e diminuindo os juros (Bonacim; Gaio; Ambrozini, 2009). Contudo, para os autores, há a necessidade de se explorar de forma mais profunda as questões determinantes da estrutura de capital das empresas do agronegócio.

Dessa forma, instiga-se a realização deste estudo, que visa responder a seguinte questão problema: qual a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro nas empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro? Assim, o objetivo do estudo consiste em analisar a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro nas empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro.

Este trabalho justifica-se para o avanço do estudo sobre a estrutura de propriedade e controle, investigando se essas estruturas influenciam no desempenho econômico-financeiro das empresas do agronegócio brasileiro que, conforme afirmam Bonacim, Gaio e Ambrozini (2009), pesquisar a relação entre o nível de endividamento e a estrutura de ativos das empresas do setor de agronegócio, considerando a avaliação dos mecanismos de captação de recursos e de garantias, é uma discussão atual e relevante.

Aliando-se a isso, Carrão (1998), argumenta que as empresas familiares compõem um importante segmento da iniciativa privada e sempre estiveram associadas ao desenvolvimento das nações, inclusive no Brasil.

O período analisado compreendeu 5 anos, 2009 a 2013, devido à disponibilidade das informações que dessem suporte ao estudo, uma vez que período maior reduziria em grande proporção o tamanho da amostra, o que prejudicaria a análise dos dados. Vários estudos sobre desempenho econômico-financeiro e estrutura de capital, como Roque e Cortez (2006), Costa e Garcias (2009), Bastos, Nakamura e Basso (2009), utilizaram o período de 5 anos para análise, demonstrando ser esse período eficiente para a análise. Assaf Neto (2012) salienta a importância de uma análise com comparação temporal a fim de possibilitar o acompanhamento da evolução de indicadores a ocorrência é normalmente durante três a cinco anos.

2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

Nesta revisão de literatura são abordados temas que embasam conceitualmente a problemática da pesquisa em questão. Inicialmente são apresentadas informações acerca da estrutura de propriedade das organizações, que é o interesse da pesquisa, seguido da discussão acerca da estrutura de propriedade das empresas familiares e não familiares do agronegócio.

2.1 Estrutura de Capital

As discussões acerca da estrutura de capital ganharam importância nos estudos de Modigliani e Miller na década de 1958, destacando que na estrutura de financiamento, o valor de mercado de uma empresa independe de sua estrutura de capital; seu valor é determinado pelo valor presente das expectativas de retorno futuro, descontados a uma taxa proporcional relacionado ao risco inerente ao seu segmento. Dessa forma, não importa como a organização é financiada, se com capital próprio ou com recurso de terceiros (Modigliani; Miller, 1958).

Para Myers (1977), a teoria de finanças deve ser capaz de explicar por que as vantagens fiscais de financiamento da dívida não levam as empresas a tomar recursos emprestado tanto quanto possível, bem como explicar por que algumas empresas tomam financiamentos mais do que outras, alguns com empréstimos de curto prazo e porque outras se utilizam de instrumentos de longo prazo.

A corrente de estudos em finanças direcionada por Myers e Majluf (1984), introduz a *Pecking Order Theory*, na qual sugere que as empresas seguem uma hierarquia de fontes de financiamento, captam recursos com uma ordem de preferência, sendo respectivamente retenção de recursos gerados internamente, emissão de dívida e emissão de novas ações.

Segundo Myers (1984), tem-se refletido sobre as implicações acerca da estrutura ótima de capital, mas as teorias não explicam a real forma de financiamento; parecem estar longe de explicar tais decisões. Myers compara duas formas de pensar sobre a estrutura de capital: a estrutura *Trade Off* estático, em que a empresa visa definir uma relação de endividamento alvo e, uma estrutura de hierarquia de endividamento em que a empresa prefere o financiamento interno ao financiamento externo ou então a dívida de capital se emitir ações de valores mobiliários. Na teoria hierarquia pura, a empresa não tem bem definido alvo relação dívida-valor (Myers, 1984).

Estudos de Titman e Wessels (1988) indicam que os custos de transação pode ser um determinante importante na escolha da estrutura de capital; índices de endividamento de curto prazo mostraram-se negativamente relacionada com o tamanho da empresa, possivelmente refletindo a alta dos custos de transação que as pequenas empresas enfrentam quando da emissão de instrumentos financeiros de longo prazo.

Procurando verificar quais seriam os fatores indutores do endividamento das empresas brasileiras, Perobelli e Famá (2002) encontraram resultados indicando que no Brasil o grau de endividamento de curto prazo e os atributos tamanho e crescimento dos ativos estão negativamente relacionados, revelando que empresas brasileiras de menor porte são mais propensas ao endividamento de curto prazo, enquanto empresas em crescimento tendem a utilizar mecanismos de financiamento de longo prazo. Encontraram relação negativa entre lucratividade das empresas e o grau de endividamento de curto prazo, indicando que, no caso brasileiro, empresas com alto giro tendem a ser menos endividadas no curto prazo que empresas com baixo giro.

Resultados semelhantes foram encontrados no estudo de Brito e Lima (2003). Os resultados apontam que o endividamento tem uma relação negativa com rentabilidade e positiva com crescimento, relação positiva entre tangibilidade e endividamento geral e de longo prazo. Os resultados obtidos para o tamanho indicam que no Brasil empresas menores se endividam mais no curto prazo e, os fatores controle acionário e setor de atividade mostraram-se determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Conforme Leal e Saito (2003), a composição da estrutura de capitais das empresas brasileiras não contam com um mercado de capitais desenvolvido, por isso o uso de endividamento de longo prazo é limitado e a principal fonte de recursos é a retenção de lucros. Isto limita seriamente a capacidade de crescimento das empresas nacionais e o endividamento tem sido a forma preferida de financiamento.

Bonacim, Gaio e Ambrozini (2009) pesquisaram a relação entre o nível de endividamento e a estrutura de ativos das empresas brasileiras do setor de agronegócio. Os resultados demonstraram que as mudanças ocorridas na alavancagem geram variações na tangibilidade das empresas, fato que pode ser explicado pela grande busca de financiamentos garantidos por alienação fiduciária de ativos imobilizados, o que facilita o acesso ao crédito por parte das empresas do setor do agronegócio, aumentando os prazos de pagamento e diminuindo os juros.

2.2 Empresas Familiares, Estrutura e Controle

Pra Donnelley (1974), uma empresa familiar é aquela que esteja ligada a uma família pelo menos durante duas gerações e com ligações familiares que exerçam influência sobre as diretrizes empresariais, sobre os interesses e os objetivos da família. Acrescenta ainda que tais relações podem ser identificadas quando um ou mais dos seguintes fatores estiverem presentes: a relação familiar é um fator determinante na sucessão administrativa; as esposas ou filhos do atual ou de antigos diretores tiverem assento no Conselho de Administração; os valores institucionais importantes da empresa estão identificados com a família, seja por meio de publicações formais da empresa ou através das tradições da organização; as ações de um membro da família exercem influência sobre a reputação da empresa, independentemente de sua participação formal nos quadros administrativos da mesma; os parentes sentem-se obrigados a possuir ações da empresa por razões que não são exclusivamente financeiras.

Lethbridge (1997) destaca-se três tipos de empresa familiar: a tradicional, a híbrida e a de influência familiar. A tradicional é a que mais corresponde ao estereótipo deste tipo de organização, o capital é fechado, com pouca transparência administrativa e financeira e a família exerce um domínio completo sobre os negócios; na híbrida, o capital é aberto, mas a família ainda detém o controle, porém com maior transparência e participação na administração por profissionais não familiares; nas de influência familiar, a maior parte das ações está em poder do mercado mas, mesmo com a família afastada da administração, mantém uma influência estratégica através de participação acionária significativa.

O que caracteriza uma empresa familiar segundo Gonçalves (2000) é a coexistência de das seguintes situações: a empresa é propriedade de uma família, detentora da totalidade ou da maioria das ações ou cotas, de forma a ter o seu controle econômico; a família tem a gestão da empresa, cabendo a ela a definição dos objetivos, das diretrizes e das políticas e; a família é responsável pela administração, com a participação de um ou mais membros no nível executivo.

As características para considerar uma companhia com cunho familiar são a concentração de propriedade com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho; sendo o percentual de concentração mínimo de ações com uma família considerado para determinar a empresa como familiar é de 20 por cento (Anderson; Reeb, 2003).

Para Escuder (2006), uma empresa pode ser considerada familiar quando uma família possui participação majoritária no capital da empresa e controla o processo decisório; membros da família detentora do capital majoritário estão presentes na administração direta dos negócios e há um desejo claro de transferir a propriedade as futuras gerações, mantendo assim a perpetuidade do negócio dentro da estrutura familiar.

Na empresa familiar, quase sempre o gestor é o grande mentor do empreendimento, o valor mais importante é a família, sendo este valor identificado e representado tanto em temas formais quanto nas tradições informais. Toda atitude ou decisão tomada por um membro da família é refletida ou interpretada como um reflexo da reputação e da cultura da companhia, independentemente de quaisquer laços formais com a administração, gerando um conflito de interesses da família refletindo na gestão da empresa (Teló, 2001).

Segundo Chami (2001), as empresas familiares têm desempenhado um papel fundamental na modernização das economias tanto dos países desenvolvidos quanto de países em desenvolvimento. Como característica positiva das empresas familiares Chami (2001) destaca que as famílias consideram a empresa como um ativo a ser herdado pelos membros da família ou seus descendentes e não como uma riqueza para ser utilizada durante sua vida, assim, a sobrevivência da empresa é uma grande preocupação para os gestores de empresas familiares.

Segundo Oro, Beuren e Hein (2009), a empresa familiar tem como objetivo principal atender as necessidades e desejos de seu fundador e, na medida em que se desenvolve, necessita de novos processos e controles de gerenciamento que garantam a sua continuidade; são concebidas com uma estrutura de capital própria, que financia os ativos e proporciona investimentos para o desenvolvimento de suas atividades. Acrescentam que a existência de variados tipos de financiamento dos ativos evidencia-se como uma das necessidades de gerenciamento que alteram a estrutura de capital, assim os lucros constituem-se em uma das fontes de aumentar o capital próprio e uma das formas da empresa familiar assegurar sua perpetuidade.

Estudo de Campos (2006), demonstrou que as empresas de capital aberto no Brasil se caracterizam por grande concentração de capital e reduzido número de acionistas que detém grande parte do controle acionário, seja considerando o maior, os três maiores ou os cinco maiores acionistas. Segundo Campos, essa estrutura de capital pode não obedecer a uma racionalidade no sentido de ser estruturada com vistas a obter melhor desempenho organizacional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro das empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental.

O aspecto descritivo é observado na discussão da alavancagem financeira e desempenho econômico financeiro das empresas, apresentando assim, uma descrição da amostra analisada. Em relação aos procedimentos, classifica-se como pesquisa documental por utilizar-se de informações constantes nas demonstrações contábeis das empresas. Quanto ao método, o estudo classifica-se como quantitativo que, por utilizar-se de dados numéricos e aplicação de cálculos estatísticos.

3.1 População e amostra da pesquisa

O objetivo do estudo consiste em analisar a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro das empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro, sendo assim, a população da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas no sub-setor de Agropecuária e Alimentos Processados do setor de Consumo Não Cíclico da BM&FBovespa, ativas no ano de 2014.

Devido quantidade de informações disponíveis nesta base de dados Economática[®], a amostra compreendeu as 18 empresas, sendo 13 empresas familiares e 5 empresas não familiares, conforme discriminadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Empresas do agronegócio de consumo não cíclico listados na BM&FBovespa

Razão Social	Segmento	Classificação
Cia Cacique De Café Solúvel	Café	Familiar
Conservas Oderich S.A.	Alimentos Diversos	Familiar
Cosan Limited	Açúcar e Álcool	Familiar
Cosan S.A. Industria e Comercio	Açúcar e Álcool	Familiar
JBS S.A.	Carnes e Derivados	Familiar
Josapar-Joaquim Oliveira S.A. Part.	Alimentos Diversos	Familiar
M.Dias Branco S.A. Ind Com Alimentos.	Alimentos Diversos	Familiar
Marfrig Alimentos S/A	Carnes e Derivados	Familiar
Mínerva S.A.	Carnes e Derivados	Familiar
Renar Macas S.A.	Agricultura	Familiar
São Martinho S.A.	Açúcar e Álcool	Familiar
SLC Agrícola S.A.	Agricultura	Familiar
Mínupar Participações S.A.	Carnes e Derivados	Familiar
BRF S.A.	Carnes e Derivados	Não Familiar
Cia Iguazu De Café Solúvel	Café	Não Familiar
Excelsior Alimentos S.A.	Carnes e Derivados	Não Familiar
Tereos Internacional S.A.	Alimentos Diversos	Não Familiar
Vanguarda Agro S.A.	Agricultura	Não Familiar

Fonte: dados da pesquisa.

Para a classificação das empresas desta amostra, distinguindo-as entre familiar e não familiar, considerou-se as características de concentração de propriedade o percentual mínimo de 20% das ações com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho por serem as características pelos pesquisadores Anderson e Reeb (2003), Leone (2005), Shyu (2011) e Ibrahim e Samad (2011). Para identificar as empresas familiares brasileiras consultou-se o formulário de referência das companhias disponível no sítio da BM&FBovespa, nos itens 12.9 e 15.1/2 e foram utilizados para verificar a participação familiar no capital da companhia e os itens 12.9 e 12.6/8.

3.2 Procedimentos de Coleta e Análise de Dados

Os dados relacionados aos indicadores de desempenho das empresas foram coletados na base de dados Economática[®] para o período de 5 anos, sendo os anos de 2009 a 2013. A coleta dos dados nesta base deu-se em junho de 2014.

Utilizou-se como variáveis de alavancagem financeira o endividamento total. Para o desempenho econômico financeiro das empresas, foram utilizadas as seguintes variáveis: lucro operacional, lucro líquido, tamanho, lucro por ação, retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido, e retorno sobre as vendas. Para a definição das variáveis procurou-se abranger aquelas que podem explicar a influência da alavancagem financeira no desempenho econômico financeiro das empresas da amostra. As variáveis que compõem o presente estudo são apresentadas no Quadro 2.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variáveis	Sigla	Descrição	Proxy	Autores
Alavancagem financeira	ETotal	Endividamento Total	Passivo Circulante + Passivo Não-Circulante / Ativo Total	Bastos e Nakamura (2009), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Espinola (2013)
Desempenho econômico-financeiro	LOP	Lucro Operacional	Lucro Operacional / Ativo Total	Perobelli e Famá (2003), Procianny; Schnorrenberger (2004)
	LLQ	Lucro Líquido	Lucro Líquido	Dami (2006); Ribeiro, Garcia, Las Casas (2010);
	TAM	Tamanho	LN Receita Líquida	Brito, Corrar, Batistella (2007); Albanez, Valle (2009); Macedo, Cípola, Ferreira (2010)
	LPA	Lucro por Ação	Lucro Líquido / Quantidade de Ações	Braga e Marques (2000); Camargos e Barbosa (2005); Bortoluzzi et al. (2011)
	ROA	Retorno sobre Ativo	Lucro Líquido / Ativo Total	Omran e Ragab (2004), Perucelo; Silveira; Espejo, (2009), Bastos e Nakamura (2009), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Gartner (2010).
	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Omran e Ragab (2004), Perucelo, Silveira e Espejo (2009), Gartner (2010).
	ROS	Retorno sobre as Vendas	Lucro líquido / Receita	Waddock e Graves (1997) e Callan e Thomas (2009).

Fonte: Dados da pesquisa.

A fim de alcançar o objetivo do estudo, utilizou-se da análise de dados em painel. O modelo geral de dados em painel pode ser expresso conforme a equação 1:

$$Y_{i,t} = \beta_{1i,t}X_1 + \dots + \beta_{ni,t} + e_{i,t}$$

no qual o subscrito $i = 1, \dots, N$ indica a empresa, $t = 1, \dots, T$ o tempo e β 's os parâmetros da regressão. As variáveis são dadas por:

$Y_{i,t}$ = variável dependente para a empresa i no tempo t ; X_1 = variável independente 1 ou explicativa 1 para a empresa i no tempo t ; X_n = variável independente "n" ou explicativa "n" para a empresa i no tempo t ; $e_{i,t}$ = termo de erro para a empresa i no tempo t .

Existem basicamente três formas de simplificar e ajustar o modelo geral a fim de torná-lo mais funcional: o Modelo *Pooled*, o *Fixed-Effects Model* (Modelos Fixos) e o *Random Effects* (Efeitos Aleatórios).

No primeiro modelo o intercepto é o mesmo para toda a amostra, ou seja, assume-se que todos os elementos da amostra possuem comportamento idêntico. O Modelo de Efeitos Fixos baseia-se na premissa de que os coeficientes da regressão podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como variáveis fixas, ou seja, não aleatórias. Já no Modelo de Efeitos Aleatórios, segue a premissa de que a influência do comportamento do indivíduo ou o efeito do tempo não podem ser conhecidos. Dessa forma, admite-se a existência do erro não correlacionado com os regressores (Marques, 2000).

Para decidir qual o melhor método de estimação a ser empregado, deve-se utilizar-se de dois testes: o de Breusch-Pagan, que permite escolher entre a estimação por Efeitos Aleatórios e pelo Modelo *Pooled*, e o de Hausman, que permite realizar uma comparação entre os estimadores de efeitos fixos e aleatórios. No teste de Breusch-Pagan, a hipótese nula é que não há variância no erro advinda do efeito específico ($\sigma_u = 0$). Assim, caso esta hipótese seja aceita, deve-se trabalhar com o modelo *Pooled*, que é mais eficiente, dado que os outros pressupostos sejam atendidos. Se a hipótese for rejeitada, usa-se o Método de Efeitos Aleatórios. Existindo variância no erro advinda do efeito específico, é necessário testar se esta variância advém de efeitos aleatórios (não correlacionados a x) ou fixos. O teste de Hausman testa a hipótese nula de efeitos específicos não correlacionados a x (aleatórios). Se essa hipótese for rejeitada, deve-se usar o Método de Efeitos Fixos. Se ela for aceita, utiliza-se o Método de Efeitos Aleatórios que é mais eficiente (Cerqueira; Soares, David, 2009).

Para a realização desta análise utilizou-se o do *software* STATA® 12.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os dados a seguir apresentados foram coletados e analisados a partir do que se estabeleceu nos procedimentos metodológicos e em conformidade com o objetivo proposto neste trabalho. O primeiro tópico refere-se a análise descritiva dos dados e o segundo tópico contempla a análise da correlação canônica.

4.1 Análise Descritiva dos dados

Na Tabela 1 apresenta-se as estatísticas descritivas das empresas que compõe o grupo das empresas familiares.

Tabela 1. Estatísticas descritivas das empresas familiares

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ETotal	0,25	2,17	0,67	0,32
LOP	-1,02	0,21	0,02	0,18
LLQ	-913.593,00	2.456.280,00	136.076,00	430401,56
TAM	10,42	18,35	14,41	2,01
LPA	-2,22	7,23	0,88	1,67
ROA	-0,82	0,15	-0,02	0,15
ROE	-0,82	5,79	0,11	0,77
ROS	-0,77	0,18	-0,03	0,19

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o índice de endividamento total das empresas familiares variou entre 0,25 e 2,17, sendo em média de 0,67. Esse índice indica que para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto e longo prazo que as empresas familiares possuem, elas têm, em média, R\$ 0,67 para

pagá-las. Com relação ao lucro operacional, tem-se que as empresas familiares obtiveram um índice entre -1,02 e 0,21, sendo em média de 0,02. Isso significa que com os ativos totais disponíveis às empresas, o lucro operacional está sendo, em média, de 0,02.

As empresas familiares obtiveram, em média, um lucro líquido de R\$ 136.076,00, sendo seu lucro por ação médio de R\$ 0,88. O retorno sobre os ativos das empresas analisadas variou de -0,82 à 0,15, sendo em média de -0,02, o que é condizente com o lucro operacional das empresas. O retorno sobre o patrimônio líquido variou de -0,82 à 5,79, ficando com média de 0,11. Já o retorno sobre o investimento variou de -0,77 à 0,18, ficando em média -0,03.

As correlações existentes entre as variáveis do estudo para as empresas familiares podem ser observadas na Tabela 2.

Tabela 2. Correlações entre as variáveis para empresas familiares

Correlações empresas familiares								
Variáveis	ETC	LOP	LLQ	TAM	LPA	ROA	ROE	ROS
ETC	1							
LOP	-0,669**	1						
LLQ	-0,255*	0,231	1					
TAM	-0,232	0,300*	0,314*	1				
LPA	-0,389**	0,310*	0,789**	0,217	1			
ROA	-0,814**	0,920**	0,315*	0,349**	0,430**	1		
ROE	0,209	-0,172	0,050	-0,116	0,075	-0,212	1	
ROS	-0,661**	0,786**	0,300*	0,462**	0,427**	0,886**	-0,136	1

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se observar que somente as variáveis TAM e ROE não apresentaram correlações estatisticamente significantes à 1% e a 5%, com a variável de endividamento total. Observa-se ainda que o ROE não se correlacionou significativamente com nenhuma das variáveis analisadas. Na Tabela 3 pode-se observar as estatísticas descritivas das empresas não-familiares.

Tabela 3. Estatísticas descritivas das empresas não-familiares

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ETC	0,24	1,30	0,67	0,26
LOP	-0,25	0,36	0,02	0,12
LLQ	-249.070,00	1.367.409,00	156.211,48	413.370,90
TAM	10,85	17,23	14,08	2,04
LPA	-8,57	1,85	-0,30	1,98
ROA	-0,42	0,22	-0,02	0,12
ROE	-2,36	3,30	0,12	0,85
ROS	-0,31	0,09	-0,04	0,11

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o índice de endividamento total das empresas não familiares variou entre 0,24 e 1,30, sendo em média de 0,67. Esse índice indica que para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto e longo prazo que as empresas não familiares possuem, elas têm, em média, R\$ 0,67 para pagá-las. Com relação ao lucro operacional, tem-se que as empresas familiares obtiveram um índice entre -0,25 e 0,36, sendo em média de 0,02. Isso significa que com os ativos totais disponíveis às empresas, o lucro operacional está sendo, em média, de 0,02. Essas duas variáveis se igualaram, em média, entre as empresas familiares e não familiares.

As empresas não familiares obtiveram, em média, um lucro líquido de R\$ 156.211,48, sendo seu lucro por ação médio de R\$ -0,30. Com relação ao lucro líquido, as empresas não familiares obtiveram, em média, um maior lucro, porém menor quando dividido pelas ações. O retorno sobre os ativos das empresas analisadas variou de -0,42 à 0,22, sendo em média de -0,02, o que é condizente com o lucro operacional das empresas. O retorno sobre o patrimônio líquido variou de -2,36 à 3,30, ficando com média de 0,12. Já o retorno sobre o investimento variou de -0,31 à 0,09, ficando em média -0,04.

As correlações existentes entre as variáveis do estudo para as empresas não familiares podem ser observadas na Tabela 4.

Tabela 4. Correlações entre as variáveis para empresas não familiares

Correlações empresas não familiares								
Variáveis	ETotal	LOP	LLQ	TAM	LPA	ROA	ROE	ROS
ETotal	1							
LOP	-0,244	1						
LLQ	-0,261	0,255	1					
TAM	-0,361	-0,028	0,688**	1				
LPA	-0,422*	0,744**	0,468*	0,187	1			
ROA	-0,321	0,905**	0,364	0,105	0,927**	1		
ROE	0,278	-0,058	-0,097	0,102	-0,583**	-0,313	1	
ROS	0,030	0,660**	0,523**	0,261	0,663**	0,762**	-0,098	1

*. A correlação é significativa no nível 0,05.

** . A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se observar que para as empresas não familiares, somente a variável LPA apresentou uma correlação estatisticamente significativa ao nível de 5% com a variável de endividamento total. As demais variáveis não apresentaram correlações significativas com a variável dependente.

4.2 Análise de dados em painel

Para a realização da análise de dados em painel, realizou-se primeiramente, a análise da amostra considerada como um todo, tanto familiares como não familiares. Após realizou-se análises segregadas para os dois grupos.

4.2.1 Análise geral

Realizou-se o teste de Breusch-Pagan e de Hausman para verificar qual o melhor modelo a ser aplicado aos dados em análise. Na Tabela 5, pode-se verificar os resultados encontrados com o teste de Breusch-Pagan.

Tabela 5. Teste LM de Breusch-Pagan

Teste LM de Breusch-Pagan		
Variáveis	Var	Sd=sqrt (Var)
ETotal	0,0927097	0,3044826
E	0,019896	0,1410532
U	0,0094077	0,0969934
Test Var (u)	0	
Chi2	17,48	
Prob>Chi2	0,0000	

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme Tabela 5, pode-se verificar que a hipótese nula de que não há variância no erro advinda do efeito específico ($\sigma_u = 0$) foi rejeitada, devendo-se utilizar o Método de Efeitos Aleatórios. Dessa forma, realizou-se o teste de Hausman para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios, podendo-se assim optar pelo que melhor se aplica aos dados. O teste de Hausman pode se ser visualizada na Tabela 6.

Tabela 6. Teste de Hausman

Teste de Hausman				
Variáveis	Coeficientes		Diferença	Sqrt
	(b) FE	(B) RE		
LOP	0,3234913	0,643671	-0,3201797	-
LLQ	1,04000	-1,480800	1,59000	-
TAM	0,0542586	-0,0195659	0,738244	0,0570384
LPA	0,0082348	0,0183612	-0,0101264	0,0057651
ROA	-1,55666	-2,498773	0,9421136	-
ROE	-0,0509619	-0,0256015	-0,0253603	-
ROS	0,3941182	0,4985253	-0,1044072	0,1001144
Teste Ho	Diferença nos coeficientes não sistemática.			
Chi2	24,18			
Prob>Chi2	0,0005			

Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado do teste de Hausman mostra que houve rejeição da hipótese nula e, portanto, o modelo de correção de erros foi rejeitado. Dessa forma, a análise de dados deve ser analisada utilizando-se do modelo de efeitos fixos (FE).

Dessa forma, partiu-se para a análise dos dados em si. Na Tabela 7 pode-se verificar o modelo de efeitos fixos utilizando-se de toda a amostra de dados, ou seja, considerando-se tanto as empresas familiares quanto as empresas não-familiares componentes do agronegócio brasileiro.

Tabela 7. Modelo de efeitos fixos geral

Modelo de efeitos aleatórios				
ETotal	Coeficiente	Erro padrão	Z	P> Z
LOP	0,3234913	0,2874195	1,13	0,265
LLQ	1,04e-09	6,90e-08	0,02	0,988
TAM	0,0542586	0,0594361	0,91	0,365
LPA	0,0082348	0,019641	0,42	0,676
ROA	-1,55666	0,5085903	-3,06	0,003
ROE	-0,0509619	0,023276	-2,19	0,032
ROS	0,3941182	0,3012682	1,31	0,195
Const	-0,1244204	0,8432978	0,15	0,883
Rho	0,78768503			
R² within	0,3311			
R² between	0,0441			
R² overvall	0,1004			
Nº de Observações	90			
F(7,65)	4,60			
Prob > F	0,0003			

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R² do modelo de efeitos fixos foi na ordem de 33,11%, o que pode ser considerado eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o R² overvall apresentou-se mais baixo, sendo 4,41% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos

aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 78,76% (ρ) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrásico seja de 21,24%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente as variáveis ROA e ROE foram significativas à 1% e a 5% para o modelo. O sinal dos dois coeficientes foi negativo, o que indica que as variáveis independentes vão em sentido inverso da variável dependente. Dessa forma, pode-se inferir que um maior endividamento total sofre influências do retorno sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas. Ou seja, quanto maior o endividamento total, menor são os retornos sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas; e vice-versa.

4.2.2 Análise das empresas familiares e não-familiares

Com relação às empresas familiares e não familiares, realizou-se a análise de painel por efeitos fixos, assim como realizado na análise geral. Verificou-se novamente por meio dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman, qual o modelo que melhor se aplicava para cada uma das amostras. Dessa forma, para as empresas familiares aplicou-se o modelo de efeitos fixos e para as empresas não familiares o modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), por verificar-se que não existe alterações nos coeficientes de inclinação dos dados ao longo do tempo.

Na Tabela 8, pode-se observar os resultados encontrados para as empresas familiares.

Tabela 8. Modelo de efeitos fixos empresas familiares

Modelo de efeitos aleatórios				
ETotal	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> Z
LOP	0,4682907	0,3083706	1,52	0,136
LLQ	2,44e-08	8,80e-08	0,28	0,783
TAM	0,0178678	0,0715434	0,25	0,804
LPA	0,0026898	0,0270833	0,10	0,921
ROA	-1,977457	0,5770459	-3,43	0,001
ROE	-0,0603312	0,0272322	-2,22	0,032
ROS	0,5250219	0,3188288	1,65	0,107
Const	0,3872716	1,020864	0,38	0,706
Rho	0,73626251			
R² within	0,4231			
R² between	0,7854			
R² overvall	0,5461			
Nº de Observações	65			
F(7,45)	4,71			
Prob > F	0,0005			

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R^2 do modelo de efeitos fixos para as empresas familiares do agronegócio brasileiro foi na ordem de 42,31%, o que pode ser considerado eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o R^2 overvall apresentou-se mais alto, sendo 54,61% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 73,62% (ρ) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrásico seja de 26,38%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que, assim como na análise geral, somente as variáveis ROA e ROE foram significativas à 1% e a 5% para o modelo. O sinal dos dois coeficientes foi negativo, o que indica que as variáveis independentes vão em sentido inverso da variável dependente. Dessa forma, pode-se inferir que quanto maior o endividamento total, menor são os retornos sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas; e vice-versa.

Na Tabela 9 pode-se visualizar os resultados encontrados para as empresas não-familiares do agronegócio brasileiro.

Tabela 9. Modelo POLS para empresas não-familiares

Modelo POLS				
ETotal	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> Z
LOP	-0,4992195	1,180701	-0,42	0,678
LLQ	8,96e-09	2,01e-07	0,04	0,965
TAM	-0,0656735	0,0343686	-1,91	0,073
LPA	-0,0235408	0,1639258	-0,14	0,887
ROA	-0,9779648	3,116705	-0,31	0,758
ROE	0,0479513	0,1344018	0,36	0,726
ROS	1,830636	0,831733	2,20	0,042
Const	1,644774	0,4824257	3,41	0,003
R²	0,5163			
R² Ajustado	0,3171			
Nº de Observações	25			
F(7,17)	2,59			
Prob > F	0,0515			

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R² do modelo POLS para as empresas não familiares do agronegócio brasileiro foi na ordem de 51,63%, com significância estatística de 5%. Ou seja, o modelo consegue explicar 51,63% das variações ocorridas no endividamento total das empresas não familiares.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente o tamanho, o ROS e a constante foram significativas à 5% e a 1% para o modelo. Com relação ao tamanho, o coeficiente obteve sinal negativo, indicando comportamento contrário ao do endividamento. Dessa forma, quanto maior o tamanho da empresa menor seu endividamento total, e quanto menor o tamanho da empresa, maior seu endividamento total. Já a variável ROS obteve sinal positivo indicando comportamento paralelo ao endividamento. Ou seja, quanto maior o endividamento da empresa, maior são seus investimentos, e vice-versa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo consistiu em analisar a relação entre a alavancagem financeira e o desempenho econômico financeiro nas empresas familiares e não familiares do agronegócio brasileiro. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A análise de dados se deu pela análise de dados em painel.

Os resultados das estatísticas descritivas demonstram similaridades entre o endividamento médio e do lucro operacional das empresas familiares e não familiares. Com relação as correlações entre as variáveis, pode-se observar que somente as variáveis TAM e ROE não apresentaram correlações estatisticamente significantes com a variável de endividamento total, no caso das empresas familiares. Já nas empresas não familiares, somente a variável LPA apresentou uma correlação estatisticamente significativa com a variável de endividamento total.

Com relação à análise do modelo geral, utilizando-se tanto das empresas familiares quanto não familiares, obteve-se que somente as variáveis ROA e ROE foram significativas para o modelo, sendo o sinal dos dois coeficientes negativo. Dessa forma, quanto maior o endividamento total, menor são os retornos sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas; e vice-versa.

A análise do modelo das empresas familiares seguiu a mesma lógica da análise conjunta dos dados, sendo que somente as variáveis ROA e ROE foram significativas para o modelo. O sinal dos dois coeficientes foi negativo, podendo-se inferir que quanto maior o endividamento total, menor são os retornos sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido das empresas; e vice-versa. Já o modelo das empresas não familiares, pode-se observar que somente o TAM, o ROS e a constante foram significativas para o modelo. Com relação ao tamanho, o coeficiente obteve sinal negativo, indicando comportamento contrário ao do endividamento. Já a variável ROS obteve sinal positivo indicando comportamento paralelo ao endividamento. Ou seja, quanto maior o endividamento da empresa, maior são seus investimentos, e vice-versa.

Como limitações do estudo destaca-se o número de empresas não familiares do agronegócio brasileiro, com dados disponíveis no momento da pesquisa. Além disso, a verificação do quesito familiar e não familiar torna-se de extrema dificuldade, uma vez que não há nos relatórios públicos das empresas, obrigatoriedade de divulgação dessa informação. Como recomendação para estudos futuros tem-se a análise do modelo com outros segmentos da economia brasileira, ou mundial e assim realizar-se um comparativo.

REFERÊNCIAS

- Albarez, T.; Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças–USP*, São Paulo, 20 (51), 6-27.
- Anderson, R. C.; Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
- Assaf Neto, A. (2012). *Finanças corporativas e valor*. 6. São Paulo: Atlas.
- Bastos, D. D.; Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças, USP*, São Paulo, 20 (50), 75-94.
- Bastos, D. D.; Nakamura, W. T.; Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM – Revista De Administração Mackenzie*, 10 (6).
- Bolsa De Valores De São Paulo - BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>> acesso em 15 de junho de 2013.
- Bonacim, C. A. G.; Gaió, L. E.; Ambrozini, M. A. (2009). Alavancagem financeira e tangibilidade dos ativos das empresas brasileiras do agronegócio no período pós-plano real. *Custos e @gronegócio on line*, 5 (2).
- Bortoluzzi, S. C.; Ensslin, S. R.; Lyrio, M. Va. L.; Ensslin, L. (2011). Avaliação de desempenho econômico-financeiro: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtivista (MCDA-C). *Revista Alcance*, 18 (2).
- Braga, R.; Marques, J. A. V. da C. (2000). Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de Energia-COPEL. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, 7 (4), 13-26.
- Brito, R. D.; Lima, M. R. (2003). O que determina a estrutura de capital no Brasil. *Encontro Brasileiro de Finanças*, 3.
- Brito, G. A. S.; Corrar, L. J.; Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças USP*, 43, 9-19.

- Callan, S. J.; Thomas, J. M. (2009). Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16 (2), 61-78.
- Camargos, M. A. de; Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *RAE: Revista de Administração de Empresas*, 49 (2).
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 41 (4).
- Carrão, A. M. R. (1998). Por que é importante estudar as empresas familiares. *Pensamento & Realidade. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Administração-FEA*. 2.
- Cepea, *Relatório Pibagro-Brasil* (2012), disponível em <http://www.cepea.esalq.usp.br/comunicacao/Cepea_PIB_BR_dez12.pdf> Acesso em: 17 set. 2013.
- Chami, R. (2001). What is different about family businesses?. *International Monetary Fund*.
- Costa, F.; Garcias, P. M. (2009). Concentração de mercado e desempenho das indústrias brasileiras de papel e celulose-recorrendo à modelagem de Fleuriet para analisar o paradigma ECD. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3 (6), 143-163.
- Dami, A. B. T. et al. (2006). Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Brasil: Causas e Consequências. *Vi Encontro Brasileiro De Finanças*.
- Donatti, L. (1999). Empresa familiar: a empresa familiar em um âmbito global. *Caderno de pesquisas em administração*, 1 (10).
- Donnelley, R. G. (1974). *La empresa familiar*. Biblioteca Harvard de Administración de Empresas.
- Escuder, S. A. L. (2006). Governança Corporativa e a Empresa Familiar. Mecanismos e Instrumentos Facilitadores na Gestão de Conflitos Societários. *Revista de Administração da Unimep*, 4 (3), 80-104.
- Espinola, L. F. P. *Determinantes da estrutura de capital na crise financeira global*. 2013. 54 f. Tese – (Doutorado em Administração) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- Figueiredo, A. M.; Dos Santos, M. L.; De Lima, J. F. (2012). Importância do Agronegócio para o Crescimento Econômico de Brasil e Estados Unidos. *Gestão e Regionalidade*, 28 (82).
- Gartner, I. R. (2010). Modelagem multiatributos aplicada à avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas. *Pesquisa Operacional*, 30(3), 619-636.
- Gonçalves, J. S. R. C. (2000). As empresas familiares no Brasil. *Revista de Administração de empresas*, 40(1), 7-12.
- Ibrahim, H.; Samad, F. A. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics & Finance*, 3(1).
- Leal, R. P. C.; Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*, 2(2), 1-15.
- Leone, N. M. C. P. G. (2005). *Sucessão na empresa familiar: preparando as mudanças para garantir sobrevivência no mercado globalizado*. São Paulo: Atlas.
- Lethbridge, E. (1997). Tendências da empresa familiar no mundo. *Revista do BNDES*, 7(1).
- Macedo, M. Á. S; Cípola, F. C.; Ferreira, A. F. R. (2010). Desempenho social no agronegócio brasileiro: aplicando DEA no segmento de usinas de processamento de cana-de-açúcar. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 48(1), 223-243.
- Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Omran, M.; Ragab, A. (2004). Linear versus non-linear relationships between financial ratios and stock returns: empirical evidence from Egyptian Firms. *Review of Accounting and Finance*, 3(2), 84-102.
- Oro, I. M.; Beuren, I. M.; Hein, N. (2009). Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(1), 67-94.
- Perez, M. M.; Famá, R. (2008). Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. *Revista Administração em Diálogo (RAD)*, 6(1).
- Perobelli, F. F. C.; Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3).
- Perobelli, F. F. C.; Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35.
- Perucelo, M. R.; Silveira, M. P.; Espejo, R. A. (2009). As análises econômico-financeira tradicional e dinâmica e o desempenho percebido pelo mercado de ações: um estudo de empresas do setor têxtil e vestuário do Brasil no período de 1998 a 2007. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 28(3), 36-50.
- Procianoy, J. L.; Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146.
- Ribeiro, R.; Garcia, M. M.; Las Casas, A. L. (2010). Estratégia e vantagem competitiva no mercado brasileiro de telecomunicações: um estudo de casos múltiplos para o período de 1999 a 2007. *REGGE Revista de Gestão*, 17(3), 297-312.
- Roque, V.; Cortez, M. C. (2006). A divulgação de informação ambiental e a performance financeira das empresas cotadas em Portugal. *Tékhné-Revista de Estudos Politécnicos*, 5(6), 119-143.
- Schnorrenberger, A. (2008). *Decisões de endividamento e risco financeiro nas companhias brasileiras do agronegócio Listadas na Bovespa*. 2008. 87 f. Tese (Doutorado em Agronegócio) – Programa de pós-graduação em Agronegócio, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411.
- Teló, A. R. (2001). Desempenho organizacional: planejamento financeiro em empresas familiares. *Rev. FAE*, 4(1), 17-26.
- Titman, S.; Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- USDA, *Economic Research Service* (2013), disponível em <<http://www.ers.usda.gov/topics/international-markets-trade/countries-regions/brazil/basic-information.aspx#.Ujmf8afhZQ>> Acesso em: 17 set. 2013.
- Waddock, S. A.; Graves, S. B. (1997). The corporate social performance. *Strategic management journal*, 8(4), 303-319.
- Wanderley, C. A. N.; Silva, A. C.; Leal, R. B. (2012). Tratamento contábil de ativos biológicos e produtos agrícolas: uma análise das principais empresas do agronegócio brasileiro. *Pensar Contábil*, 14(53).