

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS  
ECONÔMICAS  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**JOSIMAR RIBEIRO ROMAO**

**A RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE DÍVIDAS E PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS NAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SEGMENTO DE AGRONEGÓCIO.**

GOIÂNIA 2017

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva Coordenador do curso de Ciências Contábeis

**A RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE DÍVIDAS E PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS NAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SEGMENTO DE AGRONEGÓCIO.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial ao título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof. Dra. Fernanda Fernandes Rodrigues

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Ribeiro Romão, Josimar

A Relação Existente entre Dívidas e Pagamentos de Dividendos nas Empresas Brasileiras de capital Aberto do Segmento de Agronegócio [manuscrito] / Josimar Ribeiro Romão. - 2017.

XXX1, 31 f.

Orientador: Profa. Fernanda Fernandes Rodrigues.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2017.

Bibliografia. Anexos.

Inclui abreviaturas.

1. Política de dividendos. 2. Financiamento. 3. Agronegócio. I. Fernandes Rodrigues, Fernanda , orient. II. Título.

JOSIMAR RIBEIRO ROMÃO

**A RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE DÍVIDAS E PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS  
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SEGMENTO DE  
AGRONEGÓCIO.**

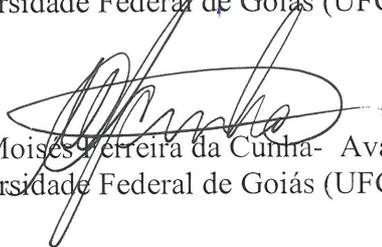
Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dra. Fernanda Fernandes Rodrigues - Orientadora  
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Carlos Henrique S. do Carmo - Avaliador  
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Avaliador  
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 06 de julho de 2017.

## RESUMO

Este estudo buscou verificar existência de relação entre dívidas e pagamento de dividendos nas empresas pertencentes ao setor do agronegócio brasileiro no período de 2010 a 2015. O problema de pesquisa levantado é: qual a relação existente entre dívidas e os pagamentos de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto no segmento do agronegócio? Foram selecionadas para a amostra 30 empresas no total, os dados secundários são provenientes dos demonstrativos financeiros destas empresas, no período de 6 anos (2010 a 2015). No modelo foram testadas 04 variáveis independentes e uma dependente (Payout). Os dados da amostra foram estruturados em Painel, e os métodos utilizados foram a regressão multivariada para dados em Painel e diagnóstico em Painel. Os resultados mostraram uma relação positiva e significativa entre o Payout e a variável passivo não circulante oneroso.

Palavras-chave: política de dividendos. Financiamento. Agronegócio.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

**BNDES:** Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**MAPA:** Ministério da Agricultura Comércio e Abastecimento

**BM&FBOVESPA:** Bolsa de valores e de mercados futuros de São Paulo

**CEPEA:** Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada

**PIB:** Produto Interno Bruto

**LCA:** Letra de Crédito do Agronegócio

**CDA:** Certificado de Depósito do Agropecuário

**CDCA:** Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

**CRA:** Certificado de Recebíveis do Agronegócio

**WA:** Warrant Agropecuário

**DIEESE:** Departamento Intersindical de Estatísticas e estudos Econômicos

**Payout:** Percentual de Pagamento de Dividendos

**FAEMEG:** Federação de Agricultura e Pecuária do Estado de Minas Gerais

**ROE:** Retorno sobre o Patrimônio Líquido

**CNA:** Confederação de Agricultura e Pecuária

## Sumário

1. INTRODUÇÃO .....	7
2. Referencial Teórico .....	9
2.1 Financiamento de empresas Brasileiras .....	9
2.2 Visão introdutória do agronegócio .....	11
2.3 Financiamento do segmento Agronegócio .....	11
2.4 Estudos sobre as variáveis lucratividade, endividamento e dividendos. ....	13
2.4.1 Endividamento de curto prazo e longo prazo .....	15
3. Metodologia .....	16
3.1. Abordagens para dados em painel.....	16
3.2. Amostra, e coleta de dados.....	16
3.3 variáveis do estudo .....	18
3.3.1 Variável dependente .....	18
3.3.2 Variáveis independentes.....	19
3.3.3 Endividamento total .....	19
3.3.4 Lucratividade.....	20
3.3.5 Variáveis relacionadas ao endividamento de curto e longo prazo .....	20
3.3.6 Regressão Múltipla.....	21
4. Análise de dados .....	22
4.1 Estatística descritiva:.....	22
4.2 Multicolinearidade e correlação: .....	23
4.3 Diagnóstico em painel:.....	24
4.4 Análise de Regressões Multivariadas.....	25
5. Conclusão .....	26
Referências .....	27
Anexo.....	31

# **A RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE DÍVIDAS E PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SEGMENTO DE AGRONEGÓCIO.**

**JOSIMAR RIBEIRO ROMAO.**

*Graduando em Ciências Contábeis*

**DRA.FERNANDA FERNADES RODRIGUES**

*Orientadora*

## **1. INTRODUÇÃO**

Política de dividendos é um dos assuntos que mais divide opiniões entre os pesquisadores da área de finanças corporativas. Essa discussão iniciou com o estudo de Modigliani e Miller (1961), que concluiu que distribuir dividendos é irrelevante, refutando o pensamento conservador predominante, segundo o qual os investidores prefeririam receber dividendo a ganho de capital, fundamentado principalmente nos trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1959). Desde então, não houve consenso sobre a sua relevância, tampouco sobre qual seria a política mais adequada.

De acordo com Modigliani e Miller (1961) em sua hipótese da Irrelevância, empresas financiadas com 100% de capital próprio em um mundo de mercados de capitais perfeitos, distribuir mais ou menos dividendos não influencia o valor de mercado de suas ações. Segundo os autores, o que determinaria o valor de mercado da firma seriam somente os fluxos de caixa gerados pelos ativos da empresa e sua política de investimentos. Mas, como vivemos em mercados imperfeitos, não se pode aceitar a hipótese da irrelevância.

Para Gordon (1963), os dividendos afetavam o valor da empresa em um mundo com incertezas. Sua teoria, conhecida como “Teoria do Pássaro na Mão”, tinha como base o fato de que os investidores são avessos ao risco e que os pagamentos de dividendos reduziram a incerteza dos investidores e sendo assim eles valorizavam mais as ações que distribuíam mais dividendos.

Após os trabalhos de Modigliani e Miller (1961) e Gordon (1963), diversos trabalhos foram realizados sobre políticas de dividendos, entre eles pode-se citar: Modelos baseados na teoria de agência; Modelos baseados na assimetria informacional; Modelos baseados na hipótese da clientela; Modelos baseados na influência dos tributos na política de dividendos e Modelos baseados nas variáveis determinantes da política de dividendos. Mesmo diante de

numerosos estudos sobre o tema, ainda não foi possível descobrir como as empresas definem o montante de dividendo a ser distribuído.

Na área de finanças, política de dividendos é considerada um tema central. A política de dividendos é verificada no conflito entre o pagamento de lucros aos acionistas ou sua retenção para reinvestimento. Não se trata de uma decisão simples, pois envolve o quanto de lucro será retido para financiamentos de futuros investimentos e também o motivo que levam a definir a quantidade de retenção (ASSAF NETO, 2016).

A importância dada à política de distribuição de dividendos no Brasil ocorreu após a implementação do plano real. Foi mostrado no trabalho Carnier (2005) que, após a inflação ser controlada, ocorreu certa evolução e estabilização do mercado de capitais brasileiro e isso contribuiu para deixar os dividendos com um visual mais atrativo para os investidores.

No período da crise mundial de 2008, o trabalho de Camaroto e Torres (2009) mostrou que, mesmo diante das dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas, a distribuição de lucros não foi afetada. Os pesquisadores concluíram que as companhias aumentaram a remuneração aos seus acionistas nos quatro primeiros meses subsequentes à quebra do Banco Lehman Brothers, ocorrida em setembro de 2008. De acordo com os autores, as hipóteses que tentam explicar este comportamento das firmas podem ser atreladas a uma baixa oportunidade de investimento derivada da crise ou uma expansão de crédito barato via Banco Nacional de Desenvolvimento e Econômico (BNDES), como uma oportunidade para remunerar seus acionistas. É bastante visível que o sistema BNDES possui uma grande participação no financiamento de empresas brasileiras com taxas de juros diferenciadas (GAIO; AMBROZINI, 2009). Segundo o relatório anual de 2016 extraído do *site* oficial do banco, foi observado que, no intervalo de tempo de 2004 a 2015, ocorreu uma grande evolução de recursos disponibilizados e ao mesmo tempo uma grande quantidade de recursos desembolsados pela instituição (BNDES 2016).

Hartmann (2016) analisou a estrutura de capital das empresas brasileiras do agronegócio no período de 2005 a 2014 e obteve resultados que as empresas do agronegócio possui um endividamento bem superior às empresas dos demais setores.

Diante disso surge a seguinte questão de pesquisa: qual a relação existente entre o endividamento e os pagamentos de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto no segmento do agronegócio? Nesse sentido, o trabalho tem como objetivo verificar qual a

relação existente entre o endividamento e os pagamentos de dividendos nas empresas do segmento do agronegócio, e se há outros fatores que influenciariam na política de distribuição do setor verificando também a influência da dívida de curto e longo prazo.

A pesquisa se justifica pelo fato de existir uma carência de trabalhos que verificassem a existência dessa relação. Outra justificativa para a pesquisa é quanto ao setor escolhido, já que o agronegócio vem obtendo grandes desempenhos na bolsa de valores nos últimos anos, com destaque para as empresas produtoras de alimentos processados e do segmento sucroalcooleiro, principalmente pela pressão da demanda interna e externa (FAEMG 2013).

Esse trabalho está dividido em cinco capítulos. O primeiro se refere a essa introdução; o segundo apresenta o referencial teórico; o terceiro se trata da metodologia utilizada; o quarto apresenta os resultados apurados; e no quinto e último capítulo são apresentadas a conclusão e as considerações finais.

## **2. Referencial Teórico**

### **2.1 Financiamento de empresas Brasileiras**

O financiamento no Brasil teve como marco decisivo as reformas bancárias ocorridas entre 1965 e 67, passando de um sistema pouco diferenciado - apoiado nos bancos comerciais e em algumas agências públicas de fomento - para um sistema mais complexo que se propunha a modernizar o financiamento das empresas e das famílias (SOCHACZEWSKI, 1980).

Contudo, esse desenvolvimento pouco contribuiu para a estruturação de instituições e de instrumentos privados de financiamento de longo prazo. Ao final do período, não obstante a criação dos bancos de investimento, os incentivos ao mercado acionário, etc., o financiamento privado de longo prazo continuou a ser apontado como a grande lacuna do sistema financeiro nacional (CRUZ, 1994).

As linhas de financiamento para o setor produtivo, disponíveis no mercado financeiro nacional, possuem diversas características que as diferenciam de outras economias mais desenvolvidas (ASSAF NETO, 2016, p. 505). Entre essas diferenças podemos citar:

- Altos encargos financeiros
- Baixa oferta de crédito de longo prazo

- Restrições às ofertas de novas ações e debêntures no mercado.

O acesso ao crédito constitui-se em uma ferramenta fundamental para que indivíduos e empresas possam satisfazer sua capacidade produtiva e, com isso, estimular o crescimento econômico (BNDES, 2009). No Brasil, o nível de crédito ainda é baixo se comparado ao de países desenvolvidos – como Estados Unidos, Japão e Alemanha – ou ao de países em desenvolvimento de crescimento rápido – como China, Malásia e Tailândia).

No entanto, nota-se entre 2004 a 2015 uma expansão do crédito no Brasil muito acima do desempenho do PIB. Paralelamente a isso, esse crescimento veio acompanhado de mudanças significativas no que diz respeito ao alongamento contínuo dos prazos das operações de crédito (DIEESE, 2014).

Segundo o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Econômicos (DIEESE) (2014), as modalidades de crédito que tiveram melhor desempenho no período destacam-se o crédito com recursos direcionados - crédito imobiliário, rural e recursos do BNDES para investimentos, microcrédito e agroindústria. O direcionamento obrigatório de recursos pelos bancos - públicos e privados - visa suprir crédito para empresas e famílias que, de outra forma, não teriam acesso a ele em condições viáveis de financiamento (prazos e taxas).

O crédito é oferecido pelas instituições financeiras de duas formas: em curto prazo e longo prazo. No curto prazo, são financiadas as atividades de custeio e comercialização, tendo forte participação dos bancos comerciais, em especial o Banco do Brasil. Já no longo prazo, são financiados os investimentos em ativos fixos e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) vem atuando de forma crescente nos últimos anos (MAPA, 2016).

No Brasil, as modalidades de empréstimos e financiamentos a longo prazo disponíveis para as empresas no mercado de capitais são as seguintes: a) empréstimos e financiamentos diretos; b) repasse de recursos internos; c) repasses de recursos externos; d) subscrição de debêntures; e e) arrendamento mercantil (ASSAF NETO, 2016, p. 508).

Na economia brasileira existem alguns setores que são bastante beneficiados pelas linhas de créditos oferecidas pelo Governo Federal, através dos bancos públicos, linhas de créditos privadas e estrangeiras. E isso acaba contribuindo para a expansão e competitividade de alguns setores (BNDES 2015). Entre os setores mais beneficiados, podemos citar a indústria, imobiliário e o agronegócio. No agronegócio, acredita-se que exista uma grande diversidade

de ofertas de financiamentos, o que aumenta os investimentos e conseqüentemente a lucratividade das empresas (HARTMANN, 2016).

## **2.2 Visão introdutória do agronegócio**

O agronegócio é uma expressão traduzida do inglês *Agrobusiness*, que consiste em negócios no setor da agropecuária. Compreende-se tudo o que envolve, desde a fabricação dos insumos essenciais, produção agrícola, os procedimentos para a produção até a chegada ao consumidor final (BIALOSKORSKI NETO, 1994).

Os pesquisadores da Universidade de Harvard, John Davis e Ray Goldberg, introduziram o conceito de agronegócios nos anos de 1957, elucidando o termo como sendo um conjunto da união de todas as ações de produção e disseminação de suprimentos agrícolas bem como seus armazenamentos, procedimentos, distribuídos os produtos agrícolas e itens gerados por eles (BATALHA; apud SILVA, 2001).

Segundo o Ministério de Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA, 2013), o agronegócio vem se desenvolvendo com foco na competitividade e na modernidade, fazendo da utilização permanente da tecnologia um caminho para a sustentabilidade. Para o MAPA (2013), existe um cenário promissor para os próximos 10 anos em que a produção agropecuária no Brasil irá gerar alimentos para o abastecimento interno e um excedente para exportar para aproximadamente 200 países, fortalecendo o mercado agrícola e pecuário e gerando mais de 100 bilhões de dólares de balança comercial.

O Relatório 2013-2023 do departamento de agricultura dos Estados Unidos (USDA) aponta que o agronegócio brasileiro ampliará sua participação no comércio exterior, com destaque para soja em grãos e carne de frango. E que, nos próximos 10 anos, atingirão respectivamente, 44% e 52,9% do mercado de exportação (USDA, 2013).

## **2.3 Financiamento do segmento Agronegócio**

Segundo Franco e Pereira (2008), a agricultura brasileira passou por transformações na modernização tecnológica a partir de meados da década de 1960 até 1980. Este processo de modernização ocorreu graças às políticas de crédito rural subsidiado pela aquisição de insumos modernos, focando a substituição de importações. Em 1965 foi instituída a Lei nº 4.829, que cria o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), tendo como um dos principais agentes o Banco do Brasil e como fonte de recursos o orçamento monetário do Governo. Além dos instrumentos governamentais, o agronegócio brasileiro passou a contar com

mecanismos privados de financiamentos, chamados de títulos de créditos, instituído pela Lei 11.076/2004 (RAMOS; MARTHA JÚNIOR, 2010).

Sérgio, Leite e Wesz Júnior (2011) realizaram um estudo sobre o financiamento rural no Brasil e foi observado que os bancos públicos (em especial o Banco do Brasil, o Banco do Nordeste e, de forma crescente, o BNDES) se mantêm como os principais responsáveis pela oferta de dinheiro ao setor rural. Foi verificado que houve uma grande evolução da oferta creditícia desses bancos nos últimos anos.

Segundo o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA, 2016), o governo garantiu para Agronegócio o repasse de R\$ 55,7 bilhões em crédito rural com juros controlados (mais baratos) para financiar operações de custeio e comercialização, entre julho e dezembro de 2015. É um crescimento de mais de 12% ante os R\$ 49,5 bilhões de igual período de 2014. Esse total de crédito controlado para custeio (financiamento para viabilizar o dia a dia operacional de lavouras) e comercialização envolve repasses feitos por diversos agentes: bancos públicos, privados, cooperativas de créditos, bancos de desenvolvimento e agências de fomento.

Os bancos públicos, entretanto, foram os protagonistas no crédito rural e cresceram mais que as demais instituições no financiamento agropecuário. Sozinhos, os bancos públicos concederam R\$ 34,9 bilhões em crédito com juros controlados para operações de custeio e comercialização no segundo semestre de 2015, o que representa um aumento de 33% em relação ao total concedido em igual período da safra anterior (R\$ 26,1 bilhões). Ou seja, a participação dos bancos públicos no crédito controlado para custeio e comercialização atingiu uma fatia de 62% do total no segundo semestre do ano de 2015, ante 52% em igual período de 2014 (MAPA, 2016).

Bacha e Silva (2005) apontaram um novo cenário para o crédito rural agropecuário brasileiro nos anos 1990 oferecidos pelos os bancos privados. Os autores realizaram um trabalho com o objetivo de avaliar os novos instrumentos de financiamento disponíveis e seus respectivos desempenhos, levando em consideração os principais produtos financeiros: Cédula de Produto Rural (CDA), Certificado de Depósito do Agropecuário, *Warrant* Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) . Dentre os principais objetivos da criação desses novos instrumentos estavam: aumentar a participação do setor privado na concessão do crédito rural, elevar a disponibilidade de capital, gerar maior quantidade de capital de giro no sistema e aliviar os cofres públicos da oferta de crédito rural.

Albarez e Vale (2008) analisaram o endividamento de usinas de álcool da região centro-sul do Brasil em cinco anos-safra 2001/2002 a 2005/2006. Os principais resultados encontrados foram que as usinas utilizaram principalmente recursos provenientes de linhas diferenciadas em moeda nacional 38% (recursos oriundos do BNDES, recursos provenientes do Crédito Rural, recursos oriundos do Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste – (FCO)).

Hartmann (2016), com dados de empresas do Agronegócio no período de 2005 a 2014, buscou identificar a forma de captação de recursos das empresas de agronegócio brasileiras e os fatores que a definem, influenciando a composição de sua estrutura de capital. Nesse trabalho, o autor obteve resultados de que o financiamento através de capital de terceiros das empresas do agronegócio brasileiras corresponde a quase 61% do seu ativo. E isso é explicado pelo fato de as empresas do agronegócio ter acesso a várias fontes de financiamento e também por se tratar de um negócio arriscado, de modo que as empresas do setor preferem transferir o risco para terceiros.

#### **2.4 Estudos sobre as variáveis lucratividade, endividamento e dividendos.**

Conforme Nakamura, Martin e Kimura (2004, p.1), “endividamento é um aspecto importante da análise financeira de empresas, especialmente em economias como a brasileira, que possuem características peculiares que as tornam menos favoráveis à prática voluntária de políticas de financiamento. ”

Bressan, Lima e Braga (2008) verificaram quais variáveis afetam o endividamento de empresas do agronegócio brasileiro, considerando a migração de faixas de endividamento, conforme modelo de Matarazzo (1998). Os resultados indicaram que as variáveis tangibilidade dos ativos, oportunidade de crescimento, tamanho e lucratividade foram significativas na explicação do endividamento das empresas do agronegócio brasileiro no período.

Schonorrenberger (2008) buscou identificar se há diferenças entre as decisões de estrutura de capital das empresas do agronegócio com as demais empresas. Os resultados encontrados em seu trabalho foi que, em algumas variáveis da estrutura de capital, houve diferença significativa entre os grupos, sendo que para as empresas do segmento do agronegócio o endividamento foi superior ao das demais companhias.

Fama e Frenk (2002), utilizando dados de empresas americanas, verificaram a relação entre dívidas e dividendos testando as teorias *Trade-off* e *Pecking Order*. Os resultados encontrados pelos autores foram que firmas mais lucrativas distribuem mais dividendos e que firmas mais endividadas distribuem menos dividendos.

Brito e Silva (2003), com dados de empresas brasileiras, testaram as Teorias *Trade-off* e *Pecking Order* sobre Dividendos e Dívidas no Brasil e confirmaram que a lucratividade é o fator de maior importância para o pagamento de dividendos. As firmas mais lucrativas destinam uma maior proporção para remuneração de seus acionistas e que há relação negativa entre dívidas e dividendos, confirmando-se que esses são substitutos na alocação de recursos internos da firma.

Vancin e Procianoy (2014) realizaram um estudo que buscava identificar quais fatores influenciam as companhias listadas na BM&FBovespa a pagar dividendos, levando em consideração a abordagem legal do assunto. Os autores analisaram 1118 distribuições de dividendos no período de 2007 a 2011 e concluíram que 64,2% das distribuições pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório (de 25% do lucro líquido ajustado). Além disso, foi encontrado resultados de que a variável endividamento possui relação negativa e significativa com os lucros distribuídos.

Nakamura, Silva, Pamplona e Ferla (2016) realizaram uma pesquisa com objetivo de verificar os determinantes do pagamento de dividendos com dados de empresas brasileiras e mexicanas no período de 2010 a 2014. Os achados apontam que as variáveis que melhor explicam a distribuição de dividendos em ambos os países são a lucratividade e o endividamento, sendo a primeira positivamente e a segunda negativamente.

Duas pesquisas desenvolvidas por Vancin e Procianoy (2014 e 2015), também encontraram os mesmos resultados. Já Heineberge Procianoy (2003) encontraram relação positiva e significativa para lucratividade, e negativa e não significativa para endividamento. Esses mesmos resultados foram encontrados por Silva (2004).

Iquiapazaet et. al. (2006), analisando os determinantes da política de pagamentos de dividendos, também encontrou coeficientes que apontam relação positiva e significativa para a variável lucratividade e negativa e significativa para endividamento.

Fortiet Al (2014) encontraram relação positiva e significativa para lucratividade e negativa e significativa para endividamento.

A Tabela 1 apresenta, de forma detalhada, alguns trabalhos sobre os fatores determinantes da política de pagamentos de dividendos no Brasil e seus respectivos resultados encontrados.

**Tabela 1: apresentando os coeficientes das regressões de alguns trabalhos sobre determinantes de dividendos no Brasil.** Os sinais dos coeficientes são representados por Pos. (positivo) e neg.(negativo). A significância estatísticas desses coeficientes está representada por sig.(significativa estatisticamente) e Nsig.(não estatisticamente significativa) e comp.(companhias)

	Heineberg e Procianoy (2003)	Silva (2004)	Iquiapaza, et. al. (2005)	Iquiapaza et. al. (2006)	Mota e Eid Junior(2007)	Procianoy e Vancin (2014)
Variável Dependente	Dividendo total	<i>Payout</i>	Dividendo total	<i>Payout</i>	<i>Payout</i>	<i>Payout</i>
<b>Variáveis independentes</b>						
Endividamento	Neg.eNsig.	Neg.eNsig.	Neg.eSig.	Neg.eSig.	Neg.eSig.	Neg.eSig.
Lucratividade	Pos.eSig.	Pos.eSig.	Pos.eSig.	Pos.eSig.	Pos.eSig.	Pos.eNsig.
Ano	1994-2000	2000	1986-2003	1998-2004	2002-2005	2007-2011
n-amostral	196 comp.	225 comp.	33 comp.	178 comp.	715 observ.	716 observ.

Fonte: Vancin e Procianoy 2015 adaptada.

É possível perceber, pela análise da Tabela 1, que a maioria dos estudos que incluíram a variável lucratividade e endividamento encontraram uma relação positiva para lucratividade e negativa para endividamento, embora ambas, em sua maioria, apresentando coeficientes significativos para explicar a política de dividendos no Brasil.

#### **2.4.1 Endividamento de curto prazo e longo prazo.**

Grande parte do financiamento das empresas origina-se do crédito bancário. Segundo Assaf Neto (2016), as instituições financeiras costumam direcionar a maior parte de seus recursos livres para empréstimos de capital de giro de curto prazo. Ainda, segundo o autor, a falta de crédito de longo prazo e os seus altos custos financeiros são características presentes no mercado de crédito bancário privado nacional. As operações de prazos mais longos são oferecidas no Brasil por instituições financeiras oficiais, como o BNDES.

Mesmo diante dessa lacuna existente no mercado, na literatura existente sobre endividamento das empresas é possível identificar alguns atributos que podem influenciar nos

prazos de dívidas. Entre eles: tamanho da empresa, lucratividade, crescimento, volatilidade nos lucros e tangibilidade dos ativos. Perobelli e Famá (2002) verificaram os fatores indutores do endividamento das empresas brasileiras e encontraram evidências de que empresas maiores, lucrativas e com maior potencial de crescimento apresentam maior proporção do endividamento de longo prazo. Já empresas menores mostraram maior propensão ao endividamento de curto prazo.

Kaveski et al. (2015), com dados de empresas do agronegócio no período de 2009 a 2012, encontraram resultados que empresas maiores e mais rentáveis utilizam menos recursos de curto prazo. Já as organizações do agronegócio com alta tangibilidade são mais propensas a utilizarem recursos de curto prazo para financiarem suas atividades.

Hartmann (2016), analisando as empresas brasileiras do agronegócio no período de 2005 a 2014, obteve resultados de que a variável lucratividade possui relação negativamente correlacionada com o endividamento de longo prazo. O autor observou também que o fator crescimento mostrou-se positivo para o endividamento de curto prazo e negativo para o endividamento de longo prazo. Isso significa que as empresas que mais crescem tendem a tomar mais dívida de curto prazo e menos de longo prazo.

### **3. Metodologia**

Esta seção descreve a amostra, define as variáveis e apresenta a metodologia utilizada no tratamento dos dados.

#### **3.1. Dados em painel**

Segundo Wooldridge (2010), dados em painel são estruturas que possuem dimensão espacial (*cross-section*) e temporal (série). A cada unidade do corte transversal é atribuída uma série temporal. Nos dados em painel existe uma preocupação com acompanhar os mesmos indivíduos ao longo do tempo.

#### **3.2. Amostra, e coleta de dados**

Para a elaboração do presente trabalho foi realizada uma pesquisa descritiva. Para verificar o comportamento de cada variável e assim atestar quais são significativas ou não em relação a variável dependente, os dados foram organizados em painel.

Conforme trabalho de Araújo et al. (2004), foram selecionadas todas as empresas listadas na BOVESPA que estivessem enquadradas em algum dos elos da cadeia produtiva ligados ao agronegócio brasileiro, a saber: da produção agropecuária; fornecedor de insumos e fatores de produção; e de processamento e distribuição. Essa seleção ampla está de acordo com a Confederação de Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA), no que tange à definição do referido setor no país. Segue tabela 2 com todas as empresas que compõe a amostra final.

Tabela 02: Empresas da amostra

<b>EMPRESAS QUE COMPOÊM A AMOSTRA FINAL</b>	<b>Atividade principal</b>
SÃO MARTINHO S.A	ALIMENTOS PROCESSADOS
BRF S.A	ALIMENTOS PROCESSADOS
KLABINS.A	PAPEL E CELULOSE
COSAN LIMETED	AGROINDUSTRIA
COSAN S.A INDUSTRIA E COMERCIO	AGROINDUSTRIA
CELUSOE IRANI S.A	PAPEL E CELULOSE
WILSON SONS SA.	DISTRIBUIÇÃO
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	MÁQUINAS AGRÍCOLAS
SCHULZ S.A	MÁQUINAS AGRÍCOLAS
DURATEX S.A	MADEIRA
EUCATEX S.A	MADEIRA PAPEL
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS S.A	ALIMENTOS PROCESSADOS
J.Macedo S.A	ALIMENTOS PROCESSADOS
JOSAPAR-JOAQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP S.A	ALIMENTOS PROCESSADOS
SLC AGRÍCOLA S.A	AGRICULTURA
KEPLER WEBER S.A	AGROINDUSTRIA
SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A	DISTRIBUIÇÃO
WEG S.A	MAQUINAS AGRÍCOLAS
BRASKEM S.A	FORNECEDOR DE INSUMOS
DOHLER S.A	AGROINDUSTRIA
BRASILAGRO S.A	AGRICULTURA
RANDON S.A	DISTRIBUIÇÃO
YARA BRASIL FERTILIZANTES	FORNECEDOR DE INSUMOS
CIA INDUSTRIAL CATAGUASES S.A	AGRICULTURA
TEREOS INTERNACIONAL S.A	DISTRIBUIÇÃO

Fonte: elaboração própria.

Neste trabalho, foram utilizadas as demonstrações contábeis consolidadas: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Mutações do Patrimônio líquido e Notas Explicativas disponíveis de 64 empresas do Agronegócio. Todas

as empresas são de capital aberto, portanto, listadas na Bovespa. O horizonte temporal considerado para a análise foi de 2010 a 2015.

Foi utilizado como critério de corte as empresas que distribuíram dividendos em todos os anos do período analisado. Das 64 empresas analisadas, 39 não distribuíram dividendos em todos os anos analisados. Portanto, essas empresas ficaram fora da pesquisa. A amostra final foi composta por 25 empresas.

Ao analisar as demonstrações das empresas da amostra, percebeu-se que 19 empresas pelo menos em um dos anos do período optaram por remunerar seus acionistas via Juros sobre Capital Próprio (JSCP). Segundo Iudícibus et al. (2010), os JSCP podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da Lei 6404/1976 e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). As afirmações feitas por esses autores são corroboradas pela lei 9.249/95 e pela deliberação 683 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foi necessário distinguir, então, se o montante pago aos acionistas foi feito em forma de dividendos ou JSCP. Se pago via JSCP, se fez necessário o cálculo de seu valor líquido deduzido dos impostos. Para realizar o cálculo, foi convencionada a alíquota de 15%, que é a alíquota para pessoa física do IRRF sobre o JSCP. Este cálculo é desnecessário quando o pagamento for realizado via dividendos, visto que seu valor já é livre de impostos.

### **3.3 variáveis do estudo**

As variáveis foram escolhidas com base nos trabalhos Vancin e Procianoy (2014), Vancin e Procianoy (2016), Hartmann (2016), Fama e French 2002, Brito e Silva (2003), Heisenberg Procianoy (2003) Silva (2004), Iquiapaza (2006), Mota e Eid Junior (2007),

#### **3.3.1 Variável dependente**

A variável dependente considerada nesse estudo é o percentual de pagamentos de dividendos, a mesma utilizada no trabalho de Vancin e Procianoy (2015). Segundo os autores, esta variável é o percentual de dividendos pagos sobre o lucro líquido ajustado das companhias da amostra (*Payout*). O lucro das empresas da amostra foram ajustados pela reserva legal e pela reserva de incentivos fiscais. Esta formulação da variável dependente foi muito utilizada em pesquisas passadas sobre o tema. Entre os autores que a utilizaram, temos: Silva (2004), R. Iquiapaza et al. (2006), Mota e Eid Junior (2007).

A variável dependente é calculada conforme a Equação 1.

$$Payout = div_t/LLA_t \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

div = montante total do dividendo pago pela companhia referente ao período t; e,

LLA = lucro líquido ajustado da companhia no período t.

### 3.3.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes foram escolhidas com base nos trabalhos Vancin e Procianoy (2014), Vancin e Procianoy (2015), Brito e Silva (2003), Heisenberg Procianoy (2003), Silva (2004), Iquiapaza (2006), Mota e Eid Junior (2007) e Nakamura, Silva, Pamplona e Ferla (2016).

### 3.3.3 Endividamento total

Para se chegar ao índice de endividamento utilizou-se como forma de cálculo o passivo total dividido pelo ativo total, essa forma de cálculo foi a mesma utilizada pelos autores Vancin Procianoy (2014 e 2015), que buscavam identificar quais fatores são relevantes para a distribuição de dividendos no Brasil. Os autores Nakamura, Silva, Pamplona e Ferla (2016), com o objetivo de verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não-familiares brasileiras e mexicanas, também utilizaram a mesma metodologia de cálculo. Outros autores fizeram da mesma forma, entre eles: Fama e Frenk (2002), Brito e Silva (2003), David, Nakamura e Bastos (2009). Alguns trabalhos encontraram relação negativa e significativa entre endividamento e pagamentos de dividendos: Iquiapaza, (2005), Mota e Eid Junior (2007), Forti et. al (2014), Vancin e Procianoy (2014).

Segue uma breve descrição da variável endividamento e os resultados esperados.

#### **Endividamento (E):**

Empresas com maior nível de endividamento têm a obrigação de realizar pagamentos sobre as dívidas, reduzindo os recursos para distribuição de proventos Vancin e Procianoy (2014). Porém, como as empresas do segmento do agronegócio se beneficiam de maior quantidade de fontes de recursos com taxas de juros diferenciadas, nesse estudo espera-se que haja uma relação positiva entre endividamento e quantidade de dividendos distribuídos. Como citado anteriormente o índice utilizado foi o endividamento total, dado pela equação 2.

$$Et = (PCt + ELPt)/ATt \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

PCt = passivo circulante do período t;

ELPt = exigível à longo prazo do período t; e

ATt = ativo total do período t.

### 3.3.4 Lucratividade

Variável que indica a lucratividade das companhias. O índice utilizado será o de retorno sobre o patrimônio líquido, dado pela equação 03. Segundo Assaf Neto (2016) este Indicador financeiro, mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários, ou seja para cada unidade monetária de recursos próprios investido na empresa, mede-se quanto os acionistas auferem de lucro.

$$ROEt = LLt/PLi \quad (\text{Equação 3})$$

Onde:

LLt = lucro líquido no período t; e,

PLi= patrimônio líquido no período inicial.

É esperada uma relação positiva entre lucratividade e a quantidade de dividendos distribuídos. Esta variável é considerada a maior com poder explicativo para o estudo dos determinantes de dividendos no Brasil Segundo Heisenberg e Procianoy 2003, os autores encontraram relação positiva e significativa entre lucratividade e pagamentos de dividendos. Além deles outros autores encontraram os mesmos resultados entre eles; Silva (2004), Iquiapaza, et. al (2005), Mota e Eid Junior (2007), Forti et. al (2014).

### 3.3.5 Variáveis relacionadas ao endividamento de curto e longo prazo

Essas variáveis ainda não foram utilizadas nos estudos sobre os fatores que influenciam na política de dividendos das empresas. Diante disso este trabalho tem como grande diferencial incluir essas variáveis no modelo e analisar sua relação com Payout. O endividamento de curto prazo é o passivo circulante. O passivo circulante de uma empresa é composto pelas suas dívidas a curto prazo, que devem ser pagas num prazo inferior a doze meses. Já O endividamento a longo prazo, é composto pelas obrigações e as dívidas que são exigíveis num prazo superior a doze meses a contar da data da sua contratação.

Para melhor interpretação desses índices, foi considerado nos cálculos apenas as dívidas onerosas. Segundo Assaf Neto (2009) passivos onerosos são as dívidas geradoras de encargos financeiros como empréstimos e financiamentos, duplicata descontada e debêntures.

O índice de passivo circulante oneroso foi calculado pela razão entre o montante de dívidas onerosas pelo ativo total deduzidos os passivos operacionais. De forma similar também foi feita o cálculo do passivo não circulante oneroso, pegou-se o montante de dívidas onerosas localizadas no não circulante dividiu-se pelo ativo total deduzidos os passivos operacionais.

Segue a abaixo a Equação 04 para o endividamento de curto prazo e a Equação 05 para o endividamento de longo prazo.

$$PCO = \frac{PCO}{AT-PO} \quad (\text{Equação 04})$$

$$PNCO = \frac{PNCO}{AT-PO} \quad (\text{Equação 05})$$

Onde:

PCO = passivo circulante oneroso do período t;

PNCO = passivo não circulante oneroso do período t;

AT= ativo total do período t.

PO= passivo operacional no período t

### 3.3.6 Regressão Múltipla

Para verificar quais fatores (características das empresas) influenciam na opção das companhias brasileiras do Agronegócio de capital aberto por pagar dividendos, foi utilizada a técnica estatística denominada regressão múltipla com dados em painel. Seu propósito fundamental é prever a variável dependente através de um conjunto de variáveis independentes (HAIR *et al.*,2009). Conforme variáveis citadas anteriormente, apresenta-se a Equação (6) das variáveis a serem testadas para atingir o objetivo do estudo:

$$\text{Payout} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \frac{PT}{AT} + \beta_2 \cdot \frac{PCO}{AT-po} + \beta_3 \cdot \frac{PNCO}{AT-po} + \beta_4 \cdot ROE \quad (\text{Equação 6})$$

Onde:

$\alpha$  é o ou ponto inicial da equação.

Payout – percentual de distribuição de lucros

PT – É passivo total.  
 AT \_ativo total das empresas.  
 POC\_ passivo circulante oneroso  
 PONC\_ passivo oneroso não circulante oneroso  
 LL – Lucro líquido ajustado.  
 PL\_ Patrimônio líquido  
 PO- Passivo operacional

Os dados do trabalho foram tratados com o software R.3.4. Com o intuito de identificar um eventual problema gerado pela presença de multicolinearidade, foi realizado o cálculo do *Variance Inflation Factor* (VIF) (LONGNECKER; OTT, 2004) para o conjunto de variáveis independentes. Para verificar a presença de heterocedasticidade, foi realizado o teste de Breusch-Pagan.

#### 4.ANÁLISE DE DADOS

##### 4.1 Estatística descritiva:

Para melhor visualizar e compreender a amostra e os testes elaborados, foram evidenciadas as estatísticas descritivas das variáveis do modelo na Tabela 3:

**Tabela 3: Estatística Descritiva das Variáveis**

Var.	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
<b>PAYOUT</b>	0,611	0,288	0,144	25,789	2,220	9,482	98,703
<b>PT/AT</b>	0,511	0,533	0,032	0,978	0,174	-0,511	0,740
<b>PCO/AT</b>	0,112	0,101	0,005	0,329	0,065	0,957	0,548
<b>PNCO/AT</b>	0,211	0,208	0,001	0,608	0,126	0,348	-0,474
<b>ROE</b>	0,109	0,097	-1,288	2,167	0,263	-1,908	63,122

Fonte: elaboração própria.

Analisando a média de *Payout* de 0,611, interpreta-se que as empresas da amostra distribuem em média 61,10% de seus lucros para seus acionistas. Considerando a média de endividamento de 0,511, as empresas da amostra possuem 51,10% de seus ativos comprometidos com obrigações. E, em relação ao passivo oneroso das empresas da amostra, 0,112 encontra-se no circulante e 0,211 no não circulante. Portanto, observa-se que a maioria

do passivo oneroso das empresas está localizado no não circulante. Já em relação ao ROE, foi obtida uma média de lucratividade de 0,109 pontos percentuais.

#### 4.2 Multicolinearidade e correlação:

No teste VIF não há um valor exato para rejeitar ou não rejeitar a hipótese de existência de multicolinearidade, mas, normalmente, valores acima de 10 indicam alta multicolinearidade (GUJARATI, p.362, 2006).. A Tabela 04 apresenta a matriz de correlação e o teste VIF.

**TABELA 04: MATRIZ DE CORRELAÇÃO E TESTE VIF**

	PT/AT	PCO/AT	PNCO/AT	ROE	VIF
PT/AT	1,000				2,576
PCO/AT	0,254	1,000			1,250
PNCO/AT	0,746	-0,057	1,000		2,503
ROE	-0,093	-0,020	-0,099	1,000	1,015

Fonte: elaboração própria.

Analisando a matriz de correlação e o teste VIF, é possível perceber que não há relação linear entre os regressores. A correlação entre eles, tomados dois a dois, é baixa. O teste VIF retorna valores próximos de 1 para as variáveis PCOT/AT e ROE e valores próximos de 2 para as variáveis PT/AT E PNCO/AT. Portanto, é possível perceber que as variáveis independentes não possuem alta correlação entre elas.

Para verificar a presença de heterocedasticidade no modelo foi realizado o teste de Breusch-pagan. A Tabela 05 apresenta os resultados encontrados.

**Tabela 05: Teste Breusch-Pagan**

data: PAYOUT ~ PT.AT + PCO.AT + PNCO.AT +ROE factor(EMPRESA)

BP = 1377.5, df = 31, p-value < 2.2e-16

Fonte: elaboração própria.

O *p-valor* obtido de  $2,2e-16$  demonstrando a presença de heterocedasticidade, o que viola os pressupostos de regressão linear múltipla. Para corrigir isso há duas opções (entre outras):

- a) Matriz covariância robusta
- b) Regressão robusta

No entanto, tais técnicas talvez estejam além do objetivo deste trabalho, e ficam como sugestão para pesquisas futuras.

#### 4.3 Diagnóstico em painel:

Considerando a estrutura de dados em painel como sendo mista de *cross-section* e série temporal, é de interesse compreender o comportamento dos dados. Comparando as abordagens *Pooled*, efeitos aleatórios e efeitos fixos, realizou-se os testes de Chow, de Breusch-Pagan e de Hausman, conforme a Tabela 06:

**Tabela 06: Diagnóstico em Painel**

Teste	Chow	Breusch-Pagan	Hausman
Diagnostico	pooled x fixo	pooled x aleatório	aleatório x fixo
Estatística	F	X <sup>2</sup>	X <sup>2</sup>
Payout	0.88583	0.4871	2.5388
<b>p-valor</b>			
Payout	0.6337	0.4852	0.6377

Fonte: elaboração própria. significativo ( $\alpha=0,1$ )\*, significativo ( $\alpha=0,05$ )\*\*, significativo ( $\alpha=0,01$ )\*\*\*

Percebe-se que o teste de Hausman foi significativo a favor da abordagem de efeitos aleatórios, em detrimento de efeitos fixos, para o regressando *Payout*. Já para o teste de Breusch-Pagan, o efeito *Pooled* foi significativo em relação ao efeito aleatório assim como o teste de Chow, foi significativo para o efeito *Pooled* em detrimento dos efeitos fixos. Analisando de forma combinada os testes para painel, podemos inferir que o Efeito Pooled é a abordagem adequada para a amostra selecionada. A tabela 07 traz os resultados adequados para a amostra.

**Tabela 07: Resumo dos efeitos e sua adequação**

Teste	Adequado	Inadequado
Hausman	Aleatório	Fixo
Breusch-Pagan	Pooled	Aleatório
Chow	Pooled	Fixo

Fonte: elaboração própria.

#### 4.4 Análise de Regressões Multivariadas

Considerando o resultado do diagnóstico em painel, será apresentado o sumário da regressão por efeitos Pooled.

**Tabela 08: Sumário da regressão - Efeito Pooled**

var.	Estimador	Erro-padrão	Estatíst. T	P-valor
Intercepto	-0,025	0,599	-0,042	0,967
PT.AT	-1,281	1,617	-0,792	0,429
PCO.AT	4,134	2,941	1,405	0,162
PNCO.AT	4,010977	2,198727	1,8242	0,070*
ROE	-0.26238	0.64308	-0.408	0.6838

Fonte: elaboração própria.  $\alpha$  de significação: \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1%.  $R^2 = 0,8866\%$ .

Ao analisar os coeficientes das variáveis independentes, chega-se a conclusão que apenas a variável passivo não circulante oneroso (PNCO/AT) apresentou relação positiva e significativa com a variável dependente, ao nível de 10%. Na interpretação dos resultados para essa variável, conclui-se que, quando o PNCO cresce em torno de 4%, o *Payout* cresce 1%. Já a variável passivo circulante oneroso (PCO/AT) apresentou relação positiva e não significativa ao nível de 10%. Em relação as variáveis endividamento total (PT/AT) e a variável de lucratividade (ROE), ambas apresentaram relação negativa e não significativa com o *Payout*, ao nível de significância de 10%.

Os resultados encontrados neste trabalho corroboraram com os resultados encontrados por alguns autores, que analisaram a variável endividamento com o *Payout* entre eles: Heineberg e Procianoy (2003), Silva (2004) e Iquiapaza, et. al. (2005) que encontraram relação negativa e não significativa para a variável endividamento. Em relação à lucratividade das empresas da amostra, os resultados obtidos vão de encontro com todos trabalhos que

analisaram os fatores determinantes da política de dividendos no Brasil e que tinham com variável independente o ROE. O que foi encontrado nesses trabalhos é que a variável ROE apresentou relação positiva e significativa, entre os trabalhos que encontraram esses resultados pode-se citar: Heineberg e Procianny (2003), Silva (2004), Iquiapaza, et. al (2005), Iquiapaza, et. al (2006), Mota e Eid Junior (2007).

Embora o Efeito Pooled tenha sido selecionado, este não teve bons resultados de  $R^2=0,8866\%$  (poder explicativo do modelo) e  $F= 24,05\%$ . Assim, não foi possível determinar relação significativa entre *Payout* e o conjunto de variáveis explanatórias. Não obstante, não se deseja estimar um modelo preditivo, então o baixo  $R^2$  não traz graves preocupações. O que se deseja observar é a natureza da relação entre regressores e regressando, o que é fornecido não pelo  $R^2$ , mas pelo estimador  $\beta$  (magnitude e direção da relação) e p-valor bicaudal (significância da relação).

## 5. Conclusão

Vários estudos (FERREIRA JUNIOR et al., 2010; HEINEBERG; PROCIANNOY, 2003; IQUIPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; SILVA, 2004; PROCIANNOY; VANCIN, 2014; PROCIANNOY E VANCIN 2015; MOTA; EID JUNIOR, 2007) buscaram identificar os fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil das companhias brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa. Com uma perspectiva igual a estes, o presente trabalho procurou estudar os fatores determinantes de dividendos acrescentando algumas variáveis ainda não utilizadas entre elas: a variável passivo circulante oneroso (PCO/AT) e passivo não circulante oneroso (PNCO/AT) de empresas pertencentes ao setor do agronegócio brasileiro no período de 2010 a 2015.

Foi analisado que a variável passivo não circulante oneroso possui relação positiva e significativa com a variável percentual de dividendos distribuídos (*Payout*). Esses resultados podem ser explicados pelo fato dessas empresas possuírem boa parte de dívidas onerosas no longo prazo, em virtude de serem beneficiadas com linhas de créditos e taxas de juros diferenciadas, ofertadas principalmente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Isso acaba fazendo com que as empresas desse setor busquem recursos no

longo prazo, tanto para remunerarem seus acionistas, como também para financiar seus investimentos, já que o crédito apresentou-se. farto. A variável endividamento total apresentou relação negativa e não significativa, corroborando com alguns trabalhos realizados sobre o tema.

A lucratividade das empresas da amostra, representada pela variável ROE, apresentou relação negativa e não significativa, contrariando alguns trabalhos que foram realizados no Brasil sobre fatores determinantes da política de dividendos. Esse resultado pode ser explicado pelo fato das empresas do agronegócio apresentar variações nos lucros ao longo dos anos e isso ocorre por causa de eventos que não estão sobre o controle dessas empresas entre eles: taxa de câmbio, preços dos produtos no mercado externo, excesso de chuvas, secas, ataque de pragas nas lavouras etc.

Este trabalho sofre de algumas limitações, entre elas o número pequeno de empresas pertencentes no setor estudado e além disso as poucas empresas existentes na Bovespa, boa parte não obteve lucros e nem distribuíram proventos durante o período analisado de 2010 a 2015, também à outra limitação se dá na necessidade de aplicação de testes estatísticos mais avançados para resolver problemas de heterocedasticidade. Como sugestão para pesquisas futuras podem ser feitas análises comparativas com outros setores da economia verificando períodos mais longos com aplicações de técnicas estatísticas mais robustas. Sugere-se ainda pesquisas analisando todas as empresas brasileiras, verificando o impacto da composição do endividamento dessas empresas com os pagamentos de dividendo.

## **Referências**

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AMBROZINI, M. A. Política de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão. 2011. Tese de (Doutorado em Administração de Organizações) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011

ALBANEZ Tatiana; VALLE Maurício Ribeiro do; Fontes diferenciadas de financiamento: impacto na estrutura de capital de usinas brasileiras de açúcar e álcool XV Congresso Brasileiro de Custos – Curitiba - PR, Brasil, 12 a 14 de novembro de 2008.

BRASIL.Congresso Nacional. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

BRASIL. Projeções do Agronegócio - Brasil 2009/2010 a 2019/2020. Brasília: Ministério da Agricultura Pecuária e Abastecimento, 2010.

BRESSAN, V. G. F.; LIMA, J. E. de.; BRESSAN, A. A.; BRAGA, M. J. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. Revista de Economia e Sociologia Rural, Piracicaba, v. 47, n. 1, p. 89–122, jan./mar. 2009.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)  
<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>. Acesso fev/2017

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)  
<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>. Acesso outubro 2016

BRITO, R.; SILVA, J. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, São Paulo. Anais... São Paulo, 2003.

CAMAROTO, Murilo; TORRES, Fernando. Distribuição de lucros cresce em plena crise. Globo: Economia e negócios. São Paulo p. 1-2 jan-2009. Disponível em:  
<<http://g1.Globo.com/Noticias/economia-negocios>>

CARNIER, T.. Dividendos aumentam e atraem Acionistas. **Revista Bovespa**, São Paulo,v.8, n 1,p.8-11, abril.2005.

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA (CEPEA/ESALQ). PIB do agronegócio. Disponível em: <http://www.cepea.esalq.usp.br/PIB> Acesso em: 04 de dezembro de 2016. Centro de Pesquisas Econômicas Aplicadas

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DE AGRICULTURA E PECUARIA - CNA.:  
<<http://www.cna.gov.br/pib/> , acesso em 03/02/2017.

CRUZ, Paulo R. Davidoff C.; Notas sobre financiamento de longo prazo na economia brasileira do após guerra, 12/1994, Economia e Sociedade (UNICAMP. Impresso), Vol. S/N, Fac. 3, pp.65-80, Campinas, SP, BRASIL, 1994.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. Review of Financial Studies, 15, p. 1-33, 2002.

FRANCO, J.; PEREIRA, M. F. Crescimento e modernização do setor agropecuário paranaense: no período de 1970 a 2004. Revista em Agronegócio e Meio Ambiente, Maringá, v. 1, n. 2, p. 187-210, mai./ago. 2008.

FEDERAÇÃO DE AGRICULTURA E PECUÁRIA DO ESTADO DE MINAS GERAIS. Ações do Agronegócios Brilham na Bolsa <<http://www.faemg.org.br/Faemg/Default.aspx>> disponível 08 de abril 2013, acesso jan/2017.

FERREIRA JÚNIOR, W., Martin, D., Nakamura, W. e Bastos, D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa.

FIGUEIREDO, A. C. O Conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 2, 2002, Rio de Janeiro - RJ. Anais..., 2002, Rio de Janeiro: SBFIN, 2002.

FREIRE, H. V. L.; LIMA, I. S. O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, São Paulo-SP. Anais..., São Paulo: ANPAD, 2003.

GUJARATI, D. N. Basic Econometrics. 3ed. 1995. The McGraw-Hill Co. 2004.

GARMEZ, Milton. Mas dinheiro na mão do Acionista. Revista Bovespa, São Paulo, v.12,p.1-12, abr.2006.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. Journal of Finance, v.18, n.2, p.264-272, may 1963.

HARTMANN Ricardo R. (2016) DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DE AGRONEGÓCIO BRASILEIRAS; Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia

HAIR, Joseph et al. Análise multivariada de dados. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: TERCEIRO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças, 2003..

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) <http://www.ibge.gov.br/home/>

IQUIAPAZA, Robert; LAMOUNIER, Wagner; AMARAL, Hudson. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: 30° ENCONTRO DA ANPAD, 2006, Salvador. Anais do 30° Encontro da ANPAD, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio et al. Manual de contabilidade societária. São Paulo: Atlas, 2010. LA PORTA, Rafael et al. Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of Finance, v.55, n.1, p.1-33, 2000.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

MAPA. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Setor agropecuário exportou US\$ 45 bilhões no primeiro semestre, alta de 4%. 2016. Disponível em: <http://www.agricultura.gov.br/comunicacao/noticias/2016/07/setor-agropecuario-exportou-uss-45-bilhoes-no-primeiro-semester-alta-de-4porcento>>. Acesso em: 14 ago. 2016.

MATIAS, A B.; CALDEIRA, L.; PASIN, R. M. Competitividade financeira do Sistema Agroindustrial Avícola Brasileiro. In: XXXVII Consejo Latino Americano de Escuelas de Administración, 2002, Porto Alegre. Anais... Porto Alegre: UFRGS, 2002.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? Revista de Administração Eletrônica, v. 52, p. 24-39, 2012.

MOTA, Daniel Camarotto. Dividendos, juros sobre o capital Próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil.

Mota, D. C. e Eid Junior, W. (2007). Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. XXXIV Enanpad.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

NAKAMURA, W.T; Silva, P.T; Pamplona, E.; Ferla,R. Determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas. ongresso X.ANPCONT São Paulo jun/2016

PROCIANOY, J. L. e Vancin, D. (2014). Dividends: Publicly listed brazilian companies' propensity to pay or not to pay.

SCHNORRENBERGER, A. 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 Agronegócios, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

da Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.

TORRES-REYNA, Oscar. Getting started in fixed/random effects models using R. **Data & Statistical Services**. Princeton University, 2010

USDA. **Agricultural Projections**.2013. Disponível em:[www.ers.usda.gov/publications](http://www.ers.usda.gov/publications)>Acesso em nov.2016.

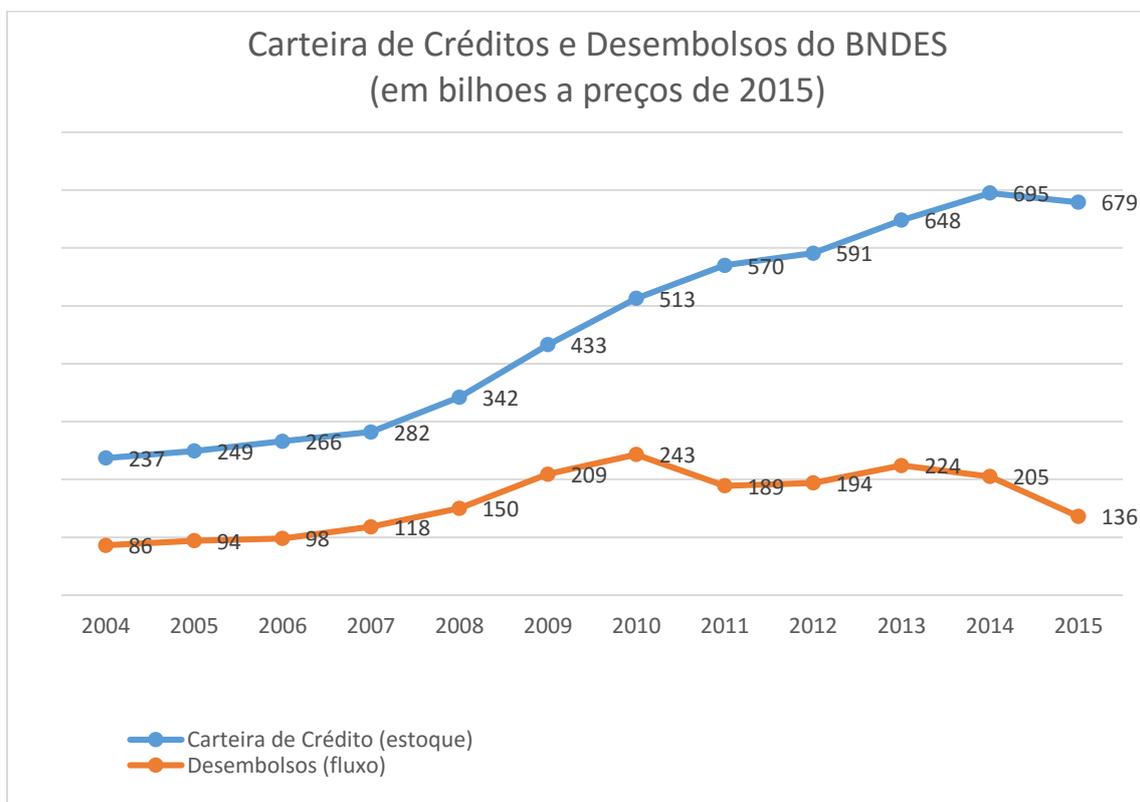
VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. (2015) Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras.

do Valle, Mauricio Ribeiro; Albanez, Tatiana JUROS ALTOS, FONTES DE FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL: O ENDIVIDAMENTO DE EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO 1997-2006 Revista de Contabilidade e Organizações, vol. 6, núm. 16, septiembre-diciembre, 2012, pp. 49-72 Universidade de São Paulo.

WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. São Paulo. Cengage Learning, 2010.

## ANEXO 1

Gráfico 01. Evolução de recursos disponibilizados e desembolsados pelo BNDES (2004-2015)



Fonte: Relatório Anual BNDES 2016 adaptado