

Fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras

(Driving factors of the dividend policy of the Brazilian financial institutions)

Mariana Lanner de Araujo Simon[†]

Jairo Laser Procianoy[‡]

Roberto Frota Decourt^{*}

Resumo

Este artigo busca identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, em uma amostra composta por bancos comerciais e bancos múltiplos com carteira comercial, listados na B3 no período de 2000 a 2017, totalizando 245 observações, utilizando dados em painel com efeitos fixos. Os resultados indicam que os fatores determinantes da política de dividendos são: Retorno sobre o Patrimônio Líquido, com efeito negativo e Concentração do Controle Acionário, com efeito positivo no *payout*. Os resultados indicam também uma preocupação com o efeito sinalizador dos dividendos e o papel dos dividendos em mitigar os problemas de agência.

Palavras-chave: Política de dividendos; *Payout*; Fatores determinantes; Instituições financeiras

Códigos JEL: G20, G35.

Abstract

This paper studies the determinants of the dividend policy of Brazilian financial institutions, in a sample of banks with commercial credit portfolios listed in B3 from 2000 to 2017, totaling 245 observations, using panel data with fixed effects. The results show that the determinants of the dividend policy are: Return on Equity, which has a negative effect, and Concentration of Stock Control, which has a positive effect on the payout. The results also indicate that financial institutions are concerned with the signaling effect of dividends and the ability of dividends to mitigate agency problems.

Keywords: Dividend policy; Payout; Determinant factors; Financial institutions

JEL Code: G20, G35.

1. Introdução

Ao verificar a literatura de política de dividendos, observa-se que diversos autores excluem as instituições financeiras das suas amostras, apesar de fazerem parte de um dos setores que mais distribuem dividendos no Brasil (Fonteles, Júnior, Vasconcelos, & Lucca, 2012; Silva & Dantas, 2015). O elevado grau de regulamentação do setor financeiro e os níveis diferenciados de alavancagem são algumas das justificativas encontradas na literatura para a exclusão do setor dos estudos sobre o tema (Weber, 2008).

Assim como no Brasil, observou-se que permanece a prática de excluir as instituições financeiras das amostras nos estudos internacionais de política de dividendos. Por isso, para elaborar o modelo econométrico deste estudo, revisou-se a literatura que trata do setor financeiro. Ao fazer essa revisão, verificou-se uma maior reincidência nos seguintes fatores determinantes da política de dividendos no setor financeiro: tamanho, estabilidade e oportunidades de crescimento (Collins et al., 1994; Dickens et al., 2002; Weber, 2008; Theis & Dutta, 2009; Abreu & Gulamhussen, 2013; D'Udekem, 2014; Hirtle, 2014; Athari et al., 2016).

As instituições financeiras estão sujeitas a uma maior regulamentação e fiscalização a respeito do seu nível de capital, qualidade dos ativos e liquidez do que as companhias dos outros setores. O Banco Central do Brasil (BACEN), além de ser o órgão responsável pelo controle da inflação, por meio do controle da quantidade de moeda na economia, é responsável pela regulação e a supervisão das instituições financeiras. Para isso, o

Submetido em 21 de dezembro de 2018. Revisado em 17 de março de 2019. Aceito em 30 de abril de 2019.

Publicado online em novembro de 2019. Editor responsável: Paulo Renato Soares Terra.

[†](Autor correspondente) Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil. E-mail: mari.lanner@gmail.com

[‡]Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brasil. E-mail: jairo.procianoy@ufrgs.br

^{*}Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil. E-mail: rfdcourt@unisinos.br

BACEN tem como prática a adequação aos princípios internacionais estabelecidos pelo Comitê da Basileia, atualmente chamado de Basileia III, que recomenda um índice mínimo de capital sobre os ativos ponderados de risco, a fim de adequar o capital das instituições ao nível de risco das suas operações financeiras. Essa regulação tem como o objetivo manter a solidez do sistema financeiro.

A maior inovação do Basileia III foi a criação de adicionais de capital, chamados de *buffers*, que visam compensar as flutuações cíclicas da economia e absorver possíveis perdas. O Brasil atende a esse requisito desde janeiro de 2016 e seu descumprimento pelas instituições financeiras sujeita a restrições no pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio e bônus a diretores e membros do Conselho de Administração, dentre outras remunerações associadas ao desempenho da instituição (Banco Central do Brasil, 2019a).

O índice mínimo de capital recomendado pelo Basileia III fica entre 10,5% e 13%, superior ao índice do Basileia II, que era de 8% (Banco Central do Brasil, 2019b). Esse aumento do índice reduz o risco e aumenta a capacidade das instituições financeiras absorverem choques provenientes da economia. O nível elevado de capital e a implantação dos *buffers* tendem a refletir na política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, tendo em vista que as instituições poderiam reter mais lucros para suprir essas demandas de capital e, portanto, distribuir menos dividendos.

Outro aspecto que pode influenciar as decisões de política de dividendos do setor é a concentração da atividade bancária no Brasil. Segundo notícia do jornal Valor Econômico, os quatro maiores bancos brasileiros (Bradesco, Santander, ItauUnibanco e Banco do Brasil) detiveram 78% das operações de crédito no segundo semestre de 2017 (Valor, 2018). A maior fusão de bancos brasileiros aconteceu entre Itaú e Unibanco, no período da crise financeira mundial em 2008. Desde 2015, a concentração bancária vem aumentando, indicando que as instituições se unem para diminuir o risco sistêmico.

O setor financeiro tem um papel fundamental no desempenho econômico dos países. Acharya, Le e Shin (2016) destacaram que a manutenção do patrimônio de um banco tem atributos de um bem público, pois exerce efeitos positivos sobre o valor de outros bancos, resultando em uma maior estabilidade no sistema financeiro. Consequentemente, o equilíbrio do setor financeiro colabora com o desempenho econômico do país como um todo, tendo em vista o acesso ao crédito bancário e as possibilidades de financiamento para as pessoas físicas e para as empresas dos demais setores da economia.

Considerando a importância do setor financeiro para a economia e para o mercado de capitais, a presente pesquisa buscou identificar quais são os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras. Fatores determinantes usualmente reportados na literatura de política de dividendos, como Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Estabilidade da Política de Dividendos, Alavancagem, Tamanho, Oportunidades de Crescimento e Concentração do Controle Acionário, foram utilizados para compor as variáveis desta pesquisa. Dentre esses fatores, dois apresentaram resultados significativos, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), com efeito negativo sobre o *payout*, e Concentração do Controle Acionário (CONC), com efeito positivo, sendo esses os fatores determinantes da política de dividendos da amostra desta pesquisa.

O sinal negativo entre ROE e *payout* indicam que a baixa rentabilidade não implica em reduções na política de dividendos, sugerindo a utilização dos dividendos como sinalizadores de bons resultados futuros ao mercado. A relação positiva entre CONC e *payout* indica a utilização dos dividendos como redutores de problemas de agência, considerando a premissa de que companhias mais concentradas distribuem mais dividendos para reduzir o excesso de caixa em poder dos controladores, com a finalidade de reduzir os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Diversos estudos tratam dos determinantes da política de dividendos no Brasil (Ferreira Junior, Nakamura, Martin & Bastos, 2010; Heineberg & Procianoy, 2003; Vancin & Procianoy, 2016), no entanto, a maioria deles exclui o setor financeiro das pesquisas. Algumas questões, como a concentração bancária no Brasil, a regulação dos níveis de capital e a alta alavancagem característica do setor, o diferenciam e dificultam as pesquisas em conjunto com os demais setores da economia. Embora essas dificuldades não se apliquem quando se estuda o setor financeiro de forma destacada e separada dos demais setores, observa-se que poucos autores pesquisam sobre a política de dividendos do setor.

Com relação aos fatores determinantes, verificou-se que apenas Weber (2008) pesquisou o setor financeiro

brasileiro individualmente, no período de 2000 a 2006. Fonteles et al. (2012) pesquisaram as variáveis explicativas da política de dividendos elevada das companhias pertencentes ao Índice de Dividendos da B3 (IDIV), entre as quais 25% delas eram bancos. Tendo em vista essa lacuna verificada na literatura, este artigo tem o intuito de ampliar a compreensão sobre o tema no setor, buscando compreender como as instituições financeiras brasileiras definem a sua política de dividendos e como a utilizam como ferramenta de gestão financeira, relacionando os fatores determinantes com os aspectos teóricos identificados na literatura.

Procurou-se dar continuidade ao estudo de Weber (2008), abrangendo um período maior e com uma relevante crise financeira no centro do período pesquisado, em 2008. Diferentemente de Weber (2008), que pesquisou diferentes tipos de instituições financeiras brasileiras, de capital aberto e fechado, o presente estudo abrange apenas bancos comerciais e bancos múltiplos com carteira comercial de capital aberto, considerando que essas instituições tendem a ter motivações semelhantes para determinar a sua política de dividendos, o que define de forma mais clara os seus fatores determinantes.

Outra diferença em relação ao estudo de Weber (2008) e importante contribuição da presente pesquisa, é a verificação de que eventos externos às instituições interferem nas suas decisões de política de dividendos. Foram executados testes de robustez para esse fim, nos quais foi possível identificar que oscilações no cenário econômico, decorrentes da crise financeira mundial de 2008, e uma modificação na legislação tributária brasileira, ocorrida em 2015, afetaram os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras pesquisadas. Outra contribuição importante é a verificação de que os resultados reportados nesta pesquisa estão alinhados com os pressupostos teóricos identificados na literatura, como os pressupostos de agência (D’Udekem, 2014; Lepetit, Meslier & Wardhana, 2017) e de sinalização dos dividendos (D’Udekem, 2014; Athari, Adaoglu, Bektas, 2016).

Contudo, este artigo está estruturado da seguinte forma: introdução, com a delimitação do tema e o objetivo do estudo; revisão de literatura com os principais aspectos teóricos identificados e os estudos empíricos relevantes para esta pesquisa; metodologia utilizada; testes de robustez realizados; resultados obtidos e, por fim, as considerações finais.

2. Revisão de literatura

A estabilidade da política de dividendos está relacionada com a obtenção de um julgamento favorável por parte dos investidores, uma vez que uma redução nos proventos pode sinalizar que os dividendos correntes não sejam sustentáveis no longo prazo (Lintner, 1956; Miller & Modigliani, 1961). Bhattacharya (1979) argumenta que os investidores têm informações assimétricas sobre o desempenho das empresas e que os dividendos são sinalizadores da geração dos fluxos de caixas futuros.

Black (1976) intitula de enigma dos dividendos (*Dividend Puzzle*) o fato das empresas continuarem distribuindo dividendos em países onde há desvantagem fiscal em relação ao ganho de capital. Esse enigma pode ser explicado pela teoria do “pássaro na mão”, que sugere que os investidores são geralmente avessos ao risco e preferem um dividendo efetivamente pago a um ganho de capital futuro e incerto (Gordon, 1963).

Alguns investidores demonstram a preferência por alocar recursos em companhias que paguem dividendos regularmente e de forma previsível, pois essas ações possibilitam a remuneração periódica e regular sobre o montante investido (Procianny, 2006). Segundo Fonteles et al. (2012) e Silva & Dantas (2015), as instituições financeiras brasileiras têm a característica de pagar dividendos regularmente, o que pode ser um atrativo para os investidores. Tendo em vista que as decisões de política de dividendos transmitem um conteúdo informacional implícito para investidores e consumidores de serviços bancários, pagar dividendos regularmente e de forma previsível pode evitar uma sinalização negativa ao mercado (Forti & Schiozer, 2015).

Expectativas insatisfatórias sobre a liquidez de uma instituição financeira podem desencadear em uma corrida por depósitos bancários, uma vez que a viabilidade da instituição depende das crenças dos credores sobre a qualidade dos seus ativos (Diamond & Dybvig, 1983) e da forma como os *stakeholders* a percebem (Kauko, 2012). Seja qual for o impacto da sinalização dos dividendos sobre o valor de mercado das companhias, o efeito da sinalização é mais forte nas instituições financeiras (Kauko, 2012). Nesse contexto, há uma tendência em manter uma estabilidade na política de dividendos, a fim de evitar uma eventual sinalização negativa ao

mercado. A propensão em manter o nível de pagamento de dividendos estável prevaleceu nos bancos norte-americanos mesmo durante a crise financeira de 2007-09 (D'Udekem, 2014; Athari, Adaoglu & Bektas, 2016). Segundo os autores, isso está relacionado com a preocupação da sinalização dos dividendos em períodos de crise, quando as reduções no pagamento dos dividendos poderiam estar associadas a uma reação negativa no preço das ações.

Forti e Schiozer (2015) exploraram a opacidade e a percepção do risco dos bancos brasileiros, nos períodos de 2001 a 2009, e observaram que a preocupação com a sinalização dos dividendos no Brasil foi particularmente forte durante o período da crise financeira de 2008, quando a opacidade dos ativos e a assimetria de informações dos depositantes quanto à liquidez das instituições ficaram ampliadas. Os autores inferiram que a heterogeneidade nos tipos de depositantes e a alta concentração de propriedade do setor bancário brasileiro favorece a alta distribuição de dividendos no setor, com o intuito de reduzir os custos de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Segundo D'Udekem (2014), os bancos distribuem dividendos durante a crise para reduzir os custos de agência, manter a reputação e preservar o acesso ao mercado de capitais. Os bancos são como “caixas-pretas”, em que os riscos assumidos no processo de intermediação financeira são de difícil observação pelos participantes do mercado (Morgan, 2000). Contudo, espera-se que as instituições financeiras tenham uma maior propensão a problemas de agência e que utilizem a distribuição de dividendos para mitigá-los, reduzindo o montante de caixa a disposição dos gestores, em linha com Easterbrook (1984). Com base no argumento de Morgan (2000), de que os bancos têm um conjunto de características que os tornam menos transparentes aos olhos do mercado, Lepetit, Meslier e Wardhana (2017) salientam que há um papel natural dos dividendos na redução de conflitos de agência, uma vez que os bancos geralmente têm um grande número de pequenos depositantes, com pouco incentivo para monitorar os gestores individualmente.

Diversos estudos empíricos internacionais descritos a seguir verificaram os fatores determinantes da política de dividendos no setor financeiro. No estudo em *holdings* bancárias americanas no período de 1977 a 1985, Collins, Blackwell e Sinkey Jr (1994) identificaram relação negativa e significativa apenas entre oportunidades de crescimento. Dickens, Casey e Newman (2002) identificaram relação positiva nos fatores tamanho e estabilidade, na política de dividendos de instituições financeiras americanas de 1998 a 2000. Theis e Dutta (2009) pesquisaram *holdings* bancárias americanas em 2006 e identificaram a relação inversa entre tamanho, contrariando o resultado de Dickens, Casey e Newman (2002). Abreu e Gulamhussen (2013) identificaram que tamanho, rentabilidade e oportunidades de crescimento eram fatores determinantes da política de dividendos de instituições financeiras americanas de 2004 a 2009, em linha com os fatores reportados por Fama e French (2001), em sua pesquisa em companhias não financeiras.

Motivada por uma escassez de estudos sobre o tema no setor financeiro brasileiro, Weber (2008) buscou identificar os principais fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiros de capital aberto e fechado, nos períodos de 2001 a 2006, por meio da análise de uma série de regressões lineares, com diferentes variáveis dependentes, por meio das razões de proventos sobre o lucro líquido, proventos sobre o patrimônio líquido e proventos sobre o ativo total. Segundo a autora, o modelo com maior poder explicativo foi o de proventos pagos sobre ativo total como variável dependente, pois apresentou o maior R^2 e representa uma boa métrica para controlar a diferença de tamanho das instituições. Nesse modelo, as variáveis Retorno sobre o Ativo (ROA) e Estabilidade da política de dividendos apresentaram significância estatística positiva e Alavancagem apresentou significância estatística negativa, sendo esses os fatores determinantes da política de dividendos da amostra.

Na tabela 1 é possível observar um resumo dos principais fatores determinantes da política de dividendos do setor financeiro reportados nos estudos empíricos pesquisados.

Com o intuito de verificar a literatura nacional recente acerca da política de dividendos, apresenta-se na tabela 2, estudos publicados no Brasil nos últimos dez anos, que excluam o setor financeiro das amostras. Após a tabela, apresenta-se a discussão dos principais resultados desses estudos e a relação com este estudo específico.

A maioria dos estudos elencados na tabela 2 corroboram a premissa de que os conflitos de agência inter-

Tabela 1
Resumo dos estudos empíricos: fatores determinantes da política de dividendos no setor financeiro

estudos empíricos	Collins et al. (1994)	Dickens, Casey, Newman (2002)	Weber (2008)	Theis, (2009)	Dutta	Abreu, Gulamhus-sen (2013)	Hirtle (2014)	Athari et al. (2016)	Lepetit et al. (2017)
variável dependente	Payout	Dividend Yield	Proventos/ Ativo	Dividend Yield	Yield	Payout	Dividendos Totais	Payout	Payout
variáveis independentes									
retorno			positiva			positiva			
estabilidade		positiva	positiva				positiva	positiva	
alavancagem			negativa						
tamanho		positiva		negativa		positiva			
oportunidades de crescimento	negativa	negativa				negativa			
concentração		negativa							negativa
amostras	104 bancos (EUA)	677 bancos (EUA)	183 bancos brasileiros	99 bancos (EUA)	462 bancos (EUA)	78 bancos (EUA)	79 bancos islâmicos	bancos de 51 países	
períodos	1977 a 1985	1998 a 2000	2001 a 2006	2006	2004 a 2009	2007 a 2009	2003 a 2012	2001 a 2014	
métodos	MQO	TOBIT	MQO	TOBIT	TOBIT	regressão de risco proporcionalde Cox	painel e TO- BIT com efeitos aleatórios	painel com efeitos aleatórios	

Adaptado de Vancin e Procianny (2016). As variáveis independentes com significância estatística estão representadas com a expressão “positiva” quando a relação de significância com a variável dependente for positiva e “negativa” quando a significância for negativa.

Tabela 2
Principais estudos de política de dividendos da literatura nacional publicados nos últimos dez anos

artigo	amostra/período/objetivo	resultados/conclusões
Futema, Basso e Kayo (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil.	companhias abertas que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004. analisar as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e JSCP, relacionando com as teorias de pecking order e tradeoff estático, adaptando o estudo de Fama e French (2002).	as resultados confirmam a previsão da teoria de pecking order de que os dividendos são “fixos” e eventuais variações de investimentos são absorvidas pelo endividamento ou lucros retidos. A relação negativa entre a alavancagem e a lucratividade, indica que as empresas utilizam os lucros retidos para financiar os seus investimentos e só recorrem ao endividamento depois de esgotados os recursos internos, de acordo com a teoria de pecking order. Por outro lado, os resultados não confirmam a teoria de tradeoff estática que prevê uma relação positiva entre alavancagem e lucratividade, motivada pelos benefícios fiscais, custos de agência e menores custos de falência das empresas lucrativas.
Gonzaga e Costa (2009). A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa.	companhias abertas, período de 1995 a 2006. evidenciar se há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sob a ótica da política de dividendos.	existe relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas empresas brasileiras. A maioria dos resultados sugerem que as companhias com mais conflitos sobre as políticas de dividendos demandam uma contabilidade mais conservadora e que informações contábeis mais conservadoras reduzem o pagamento de dividendos em excesso como forma de mitigar conflitos de agência.
Decourt e Procianoy (2012). O Processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa: survey com CFOs.	pesquisa survey com 65 questionários respondidos por CFOs de empresas listadas na Bovespa, em 2008. conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa.	para os CFOs respondentes, os principais fatores levados em consideração para a definição dos dividendos são o lucro líquido e a geração de caixa do período. A recompra de ações é tratada pela maioria como uma decisão de investimentos e não distribuição de lucros. Os JSCP são utilizados pela maioria devido ao benefício fiscal que proporciona à empresa.
Martins e Famá (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?	seleção de 39 trabalhos publicados entre 1990 a 2010. revisar a literatura nacional de política de dividendos no período, com foco nos principais estudos empíricos publicados ou divulgados nos anais de congressos.	os resultados reforçam a ocorrência de conflitos de agência relacionada a política de dividendos. A maioria dos estudos rejeitam a hipótese dos dividendos como sinalizadores de lucratividade futura ou não identificam essa relação. Os resultados são conflitantes em relação a hipótese do efeito clientela. Três estudos confirmaram a influência da tributação na política de dividendos e dois não conseguiram confirmá-la. Os principais resultados dos estudos que buscaram verificar os determinantes da política de dividendos são: lucratividade, fluxo de caixa e tamanho da empresa (efeito positivo); oportunidades de investimento e concentração de propriedade (efeito negativo).
Holanda e Coelho (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro.	companhias abertas, período de 1998 a 2010. examinar se características representativas do efeito clientela diferenciam marginalmente a política de dividendos das companhias brasileiras.	pôde-se inferir que as características provenientes do efeito clientela verificadas influenciam as decisões de política de dividendos. Identificou-se que o efeito clientela se deve a questões associadas a governança corporativa e aos tipos de financiamento predominantes no mercado financeiro brasileiro. Os fatores que influenciam o nível de payout são: governança e retorno sobre patrimônio líquido, com efeito negativo; e tamanho da empresa e concentração de propriedade com efeito positivo.
Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado.	companhias abertas, período de 2000 a 2008. verificar os efeitos gerados pela iniciativa de criação do Novo Mercado sobre a informação assimétrica do mercado acionário e a política de dividendos.	os resultados apontam para a existência de retornos anormais significativos nas companhias que não estão classificadas no novo mercado. Nesses casos, o início ou a interrupção do pagamento de dividendos gera uma maior reação do mercado, gerando retornos anormais. Nas companhias que aderiram ao Novo Mercado os retornos anormais foram estatisticamente iguais a zero. Essas companhias apresentam menores graus de informação assimétrica e, desse modo, inserem-se em um ambiente institucional mais seguro. Pôde-se concluir que a iniciativa da B3 de criação do Novo Mercado teve êxito ao mitigar problemas de informações assimétricas no mercado acionário brasileiro.

Tabela 2 (continuação)

Artigo	Amostra/Período/Objetivo	Resultados/Conclusões
Vancin e Procianoy (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras.	companhias abertas, segregada em três grupos: a Amostra Completa, grupo ACIMA e grupo MÍNIMO, no período de 2007 a 2013. identificar os efeitos do dividendo obrigatório mínimo legal e contratual nos fatores determinantes da política de dividendos das companhias listadas na BM&Fbovespa.	o grupo MÍNIMO apresentou significância estatística nas variáveis endividamento, concentração e dividendos do exercício anterior, enquanto o grupo ACIMA apresentou significância estatística apenas na variável dividendos do exercício anterior. Para os autores, as verdadeiras tomadoras de decisão do pagamento de proventos são as empresas que pagam acima do dividendo mínimo obrigatório e a existência de empresas na amostra que pagam apenas o mínimo influencia nos coeficientes da regressão quando olhamos todos os grupos de forma conjunta, acarretando vieses importantes para a pesquisa de determinantes de dividendos no Brasil.
Colombo e Caldeira (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment.	companhias abertas, período de 2002 a 2009. verificar como as companhias com ou sem fundos de pensão como maiores acionistas respondem a uma modificação tributária (Lei nº 11.053/2004 - isentou IR s/lucros de fundos de pensão a partir de jan/2015).	os dois grupos de companhias aumentaram seus pagamentos JSCP após a nova Lei, mas as que não têm fundos de pensão como primeiro ou segundo maior acionista aumentaram menos. Embora a mudança não crie ganhos fiscais imediatos para seus acionistas controladores, essas companhias podem definir pagamentos de JSCP mais altos para atrair mais investidores institucionais (efeito de clientela) e reduzir o custo médio ponderado do capital.
Zagonel, Terra e Pasuch (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil.	companhias que tiveram ações negociadas na B3 durante o período de 1986 a 2011. analisar a influência da tributação e da governança corporativa sobre a política de dividendos das empresas brasileiras.	os resultados indicam que as companhias não seguem índices alvos de payout, mas a distribuição de dividendos é influenciada pela distribuição no ano anterior, pelo direito de voto, pela privatização e pela possibilidade de dedutibilidade dos dividendos, por meio dos JSCP. Companhias que voluntariamente adotam melhores práticas de governança corporativa reduzem os problemas de agência e informações assimétricas.

ferem nas decisões de distribuição de dividendos (Martin & Famá, 2012) e que empresas menos transparentes distribuem mais dividendos para mitigar os conflitos de agência (Moreiras, Tambosi Filho & Garcia, 2012). Segundo Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012), as companhias que não estão classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa são menos transparentes e a política de dividendos destas companhias tende a passar mais informações ao mercado.

Os resultados dos estudos listados na tabela 2 são contraditórios quanto a utilização dos dividendos como sinalizadores de lucratividade futura. Futema, Basso e Kayo (2009) inferiram a administração reluta em alterar a política de dividendos em razão da sinalização que tal alteração pode enviar aos investidores. Futema, Basso e Kayo (2009) identificaram uma relação fraca entre investimentos e dividendos e confirmaram a previsão da teoria de *pecking order* de que os dividendos são “fixos” e eventuais variações de investimentos são absorvidas pelo endividamento ou lucros retidos. Por outro lado, a maioria dos estudos revisados por Martins e Famá (2012) foram contrários a premissa de sinalização dos dividendos ou não identificaram tal relação.

Gonzaga e Costa (2009) pesquisaram a relação do conservadorismo contábil com os conflitos das acionistas quanto as decisões de política de dividendos. Segundo os autores, informações contábeis mais conservadoras reduzem o pagamento de dividendos em excesso como forma de mitigar conflitos de agência. A alta regulação do BACEN sobre as instituições financeiras, por meio do controle sobre o nível mínimo de capital poderia ser considerada uma forma de conservadorismo contábil. No entanto, observa-se que o setor financeiro é um dos setores que mais distribui dividendos no Brasil, dando indícios de que o conservadorismo por meio da alta regulação do BACEN não implica em baixos níveis de distribuição de dividendos nas instituições financeiras brasileiras.

Quanto aos fatores determinantes da política de dividendos, a maioria dos estudos apresenta resultados diferentes aos da presente pesquisa. No entanto, os resultados reportados por Holanda e Coelho (2012) são semelhantes, no que diz respeito ao ROE (com efeito negativo) e a concentração de propriedade (com efeito positivo).

Zagonel, Terra e Pasuch (2018) sugeriram que mudanças na legislação tributária e nos níveis diferenciados de governança corporativa afetam os índices de *payout*. Os autores constataram que a maioria das companhias que distribuem dividendos também distribuem Juros sobre o Capital Próprio (JSCP), em razão da dedutibilidade

fiscal, e que companhias que voluntariamente adotam melhores práticas de governança corporativa reduzem os problemas de agência e informações assimétricas. No tocante as alterações tributárias no Brasil, com o aumento da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para 20% para instituições financeiras, ocorrido em 2015 pela Lei nº 13.169, o benefício tributário obtido com a distribuição de JSCP para as companhias do setor foi ampliado. Segundo Hoch (2017), as instituições financeiras distribuem grandes montantes de lucros, especialmente na forma de JSCP, corroborando os achados que identificam a influência da tributação na política de dividendos.

Adicionalmente, Zagonel, Terra e Pasuch (2018) verificaram que Companhias estatais são geralmente mais opacas e menos visados por investidores externos que empresas privadas, assim, a probabilidade de distribuir dividendos é muito menor para essas companhias e elas são mais propensas a conflitos de agência.

3. Metodologia

3.1 Coleta de dados, período e amostra

A presente pesquisa utiliza dados públicos extraídos do banco de dados Economática, complementados por dados disponíveis nos sites da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), do Banco Central do Brasil (BACEN), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Instituto Brasileiro de Economia e Estatística (IBGE).

A população utilizada foi a totalidade de companhias abertas listadas na bolsa de valores B3 nos períodos de 2000¹ a 2017. Para a seleção da amostra, selecionou-se as companhias do Setor Bovespa denominado “Financeiro e Outros” e classificadas no Segmento Bovespa denominado “Bancos” no banco de dados Economática.

Na coleta de dados, observou-se que algumas companhias não possuíam classificação pelo critério “Segmento Bovespa”. Nesses casos, utilizou-se o critério de classificação “Setor NAICS”², disponível na Economática, e, com isso, foi possível selecionar a amostra de instituições financeiras desta pesquisa.

Com a finalidade de estabelecer quais companhias estavam com registro ativo na B3, avaliou-se a data de início de operação como companhia aberta e os eventuais cancelamentos. As datas das aberturas e fechamentos de capital das companhias selecionadas foram verificadas diretamente no site da CVM.

Posteriormente, identificou-se as companhias selecionadas pelos critérios de classificação da Economática e pela ocorrência de registro ativo na B3, e avaliou-se a sua classificação no BACEN. Optou-se por manter na amostra somente as instituições financeiras com característica de banco comercial (banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial), segundo a classificação verificados no BACEN, devido às características em comum dessas instituições.

Contudo, a amostra final comporta as instituições financeiras com registro ativo na B3, após a exclusão de observações com falta de dados na Economática, com *payout* do ano corrente ou do ano anterior negativos ou iguais a zero. Após essas exclusões e seguindo os critérios de classificação descritos, a amostra final ficou com 25 instituições financeiras de capital aberto com característica de banco comercial³, totalizando 245 observações empresa-ano, distribuídas conforme a tabela 3. Ressalta-se que nem todas as instituições selecionadas permaneceram ativas na B3 em todos os períodos pesquisados, por isso, formou-se uma estrutura de dados em painel desbalanceado.

Foram utilizadas informações contábeis extraídas da Economática para a obtenção das principais variáveis desta pesquisa, tais como: *Payout* (PAYOUT), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Estabilidade da Política de Dividendos (EPD), Alavancagem Alternativa (ALAVA), Tamanho (TAM), Oportunidades de Crescimento (MKT), Concentração do Controle Acionário (CONC), Risco (RISK) e Fluxo de Caixa (FCO).

¹Os dados de 1999 foram coletados somente para o cálculo das variáveis Retorno (ROE) e Estabilidade dos dividendos (EPD), pois essas variáveis utilizam dados de períodos anteriores na equação.

²Setor NAICS representa a *North America Industrial Classification*, uma classificação setorial internacional estruturada em três níveis, contendo 313 setores em seu nível mais amplo.

³As 25 instituições financeiras que compuseram a amostra final foram: Abc Brasil, Amazonia, Banco Bec, Banco Pan, Banese, Banespa, Banestes, Banrisul, Bicbanco, Bradesco, Brasil, BRB Banco, Daycoval, Indusval, ItauUnibanco, Merc Brasil, Nord Brasil, Parana, Pine, Renner Part, Santander BR, Sofisa, Sudameris, Unibanco, Unibanco Hld.

Tabela 3
Composição da amostra

ano	número de observações	dividendos distribuídos	patrimônio líquido	ativo total
2000	9	1.315	20.227	308.686
2001	7	1.505	22.583	345.441
2002	9	3.345	33.524	558.213
2003	12	6.215	47.626	730.199
2004	15	4.730	55.073	767.097
2005	13	6.814	62.218	851.809
2006	12	8.246	67.770	935.312
2007	11	9.505	84.348	1.200.430
2008	18	13.334	119.639	2.244.377
2009	17	13.263	173.027	2.296.744
2010	17	16.595	209.707	2.737.768
2011	16	18.516	241.913	3.179.934
2012	16	18.424	269.782	3.679.081
2013	16	19.561	295.164	4.000.009
2014	14	17.972	302.422	4.457.806
2015	16	23.035	338.044	4.703.898
2016	14	20.108	349.624	4.945.116
2017	13	26.692	380.326	4.997.857
totais	245	229.175	3.073.018	42.939.777

Essa tabela apresenta o número de companhias da amostra, os totais de dividendos distribuídos, patrimônio líquido e ativo total por ano e em todo o período pesquisado (na linha "Totais", no final da tabela). Nota: valores em milhões de Reais.

Para a variável *dummy* de Controle Estatal ou Privado (DCTE), verificou-se manualmente o tipo de controle no site da CVM, nos formulários de referência (FR) ou nos relatórios de informações anuais (IAN), divulgadas pelas companhias antes da criação dos FR pela Instrução CVM nº 480/09.

A variável Recompras de Ações (REC) foi calculada a partir do item que corresponde às aquisições de ações de própria emissão, integrante do Demonstrativo de Fluxo de Caixa de 2009 a 2017 da Econômica. Antes de 2009, as instituições financeiras não possuíam esses dados. Nesses casos, foi necessário coletar manualmente o valor das recompras efetuadas nos períodos de 2000 a 2008 nas demonstrações financeiras disponíveis no site da CVM.

Os dados para as variáveis econômicas Inflação (IPCA) e Taxa de Juros Selic (TXJUR) foram coletados no site do BACEN, e, para Produto Interno Bruto (PIB), no site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

3.2 Variáveis do modelo econométrico

3.2.1 Variável dependente

Utiliza-se a razão dos proventos pagos no período sobre o lucro líquido da companhia no período (PAYOUT) como variável dependente dessa pesquisa. Considerou-se o PAYOUT como variável representativa da política de dividendos, sendo ela a variável a ser explicada por meio do modelo de regressão utilizado. Procianny, Vancin e Voelcker (2016) entendem que o *payout* é a variável dependente que melhor explica a decisão de pagar dividendos, pois representa melhor a decisão da empresa quanto a acumular ou distribuir lucros aos acionistas.

A Lei nº 9.249/95 criou a possibilidade das empresas brasileiras remunerarem seus acionistas por meio dos juros sobre capital próprio (JSCP) e concedeu a possibilidade de imputar o valor pago em JSCP no valor do dividendo mínimo obrigatório. Nesse contexto, entende-se que o total de dividendos distribuídos e JSCP,

líquidos de imposto de renda retido na fonte (IRRF)⁴, compõe o total de proventos pagos pela companhia no período. Portanto, a variável dependente é calculada conforme a equação (1).

$$\text{PAYOUT}_{i,t} = \frac{\text{Prov}_{i,t}}{\text{LL}_{i,t}}, \quad (1)$$

onde

- $\text{Prov}_{i,t}$ = proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio, líquidos de IRRF) pagos pela companhia i no período t ; e
- $\text{LL}_{i,t}$ = lucro líquido da companhia i no período t .

3.2.2 Variáveis independentes

3.2.3 3.2.2.1. Variáveis de interesse

Estudos anteriores sobre fatores determinantes da política de dividendos foram utilizados como referência para a seleção das variáveis do modelo econométrico (Fonteles et al., 2012; Silva & Dantas, 2015; Weber, 2008). A seguir são apresentadas as formas de cálculo das variáveis de interesse utilizadas no modelo e as relações esperadas.

- a) **Retorno sobre o Patrimônio Líquido:** propõe-se a utilização da variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE - *Return on Equity*) como medida de rentabilidade das companhias. O papel desse índice é representar quanto uma empresa gera de lucro em relação ao seu capital investido (Ross, Westerfield, Jordan, & Lamb, 2013). Propõe-se calcular o ROE por meio do lucro líquido do período em relação ao patrimônio líquido do período anterior.

$$\text{ROE}_{i,t} = \frac{\text{LL}_{i,t}}{\text{PL}_{i,t-1}}, \quad (2)$$

onde

- $\text{LL}_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i no período t ; e
- $\text{PL}_{i,t-1}$ = patrimônio líquido da empresa i no período anterior $t - 1$.

Weber (2008) e Abreu e Gulamhussen (2013) encontraram significância estatística e relação positiva entre a rentabilidade, expressa pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), e a política de dividendos das instituições financeiras. No entanto, a presente pesquisa optou por utilizar o ROE como medida de rentabilidade. Pennachi e Santos (2018) destacam que os bancos norte-americanos têm preferência por usar o ROE como medida de desempenho. Considerando que as instituições têm o nível de capital controlado em função do acordo de Basileia (Basileia III), entende-se que esse indicador expressa melhor a rentabilidade das instituições financeiras, pois o papel do ROE é representar quanto a empresa gera de lucro em relação ao seu capital investido.

Espera-se que as instituições mais rentáveis consigam captar recursos no mercado com mais facilidade e não precisem reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros e, por isso distribuam mais dividendos. No entanto, as instituições muito rentáveis podem utilizar o excesso de lucro para aumentar o nível de capital, melhorar o índice de Basileia, possibilitando o seu crescimento.

Ferreira (2016) observou uma tendência de redução do ROE nos bancos brasileiros entre os períodos de 2003 a 2014. Com base na teoria da sinalização, as instituições financeiras menos rentáveis podem distribuir mais dividendos a fim de sinalizar bons resultados futuros ao mercado. Portanto, a relação esperada entre ROE e *payout* é ambígua.

⁴A Deliberação CVM número 683, de 30/08/2012, normatiza o tratamento contábil dado ao dividendo mínimo obrigatório e ao JSCP. O item 11 dessa deliberação determina que o tributo retido na fonte, que a companhia deva reter e recolher, não é considerado quando se imputam os JSCP ao dividendo obrigatório.

- b) **Estabilidade da Política de Dividendos:** utiliza-se o *payout* do ano anterior como valor de referência para a distribuição dos dividendos correntes, da mesma forma que Weber (2008) e Vancin e Procianoy (2016) utilizaram. Essa foi a medida de estabilidade da política de dividendos (EPD) da presente pesquisa, conforme descrito a seguir.

$$EPD_{i,t} = \text{PAYOUT}_{i,t-1}, \quad (3)$$

onde

- $\text{PAYOUT}_{i,t-1}$ = *payout* do período anterior, expressa pelo valor dos proventos pagos pela companhia i no período anterior $t - 1$, dividido pelo lucro líquido da companhia i no período anterior $t - 1$.

A literatura internacional reporta uma tendência em manter a estabilidade da política de dividendos devido ao conteúdo informacional implícito contido nas decisões de distribuição de dividendos, verificado especialmente nas companhias financeiras (Dickens et al., 2002; D'Udekem, 2014; Hirtle, 2014; Athari et al., 2016).

Heineberg e Procianoy (2003) pesquisaram os fatores determinantes do pagamento de proventos de companhias abertas brasileiras não financeiras no período de 1994 a 2000 e identificaram que os valores dos proventos pagos no Brasil não são estáveis em valores absolutos. No entanto, os autores verificaram que as companhias balizam suas decisões de política de dividendos no nível de lucros gerados no período e no valor distribuído no período anterior, indicando haver uma certa constância e previsibilidade dos valores pagos aos acionistas, em relação ao exercício anterior.

Weber (2008) verificou uma relação positiva e significativa entre os proventos pagos no trimestre e os proventos pagos no trimestre anterior na maioria dos modelos testados nas instituições financeiras brasileiras, em linha com Heineberg e Procianoy (2003). Portanto, considerando a tendência de estabilidade na política de dividendos observada na literatura de companhias financeiras e não financeiras, é esperada uma relação positiva na variável EPD.

- c) **Alavancagem Alternativa:** a presente pesquisa utiliza uma medida alternativa de alavancagem, a variável Alavancagem Alternativa (ALAVA), com o intuito de relativizar a alavancagem da companhia à média do setor ou do grupo de companhias ao qual ela pertence. Com a utilização da ALAVA, é possível verificar se a alavancagem da instituição financeira está desproporcional em relação aos seus pares e se isso afeta a política de dividendos.

Para compor a ALAVA (equação (5)), utiliza-se, primeiramente, o índice *Equity Multiplier* (EM), que é calculado pela razão do ativo total sobre o patrimônio líquido (equação (4)). Ross et al., (2013) destaca que o EM é uma das formas de medir o endividamento total das companhias. Silva e Dantas (2015) utilizaram o referido índice como medida de alavancagem das instituições financeiras.

$$EM_{i,t} = \frac{AT_{i,t}}{PL_{i,t}}, \quad (4)$$

onde

- $EM_{i,t}$ = índice *Equity Multiplier*;
- $AT_{i,t}$ = ativo total da companhia i no período t ; e
- $PL_{i,t}$ = patrimônio líquido da companhia i no período t .

Weber (2008) destaca que a alta alavancagem das instituições financeiras é um dos motivos para a exclusão do setor das pesquisas sobre política de dividendos.

A variável Alavancagem Alternativa (ALAVA) é obtida por meio da diferença entre a alavancagem da companhia no período e a alavancagem média do setor no período, dividida pela alavancagem média do setor no período, conforme detalhado na equação (5). Como o presente estudo engloba somente o setor

financeiro, entende-se como alavancagem média do setor, a alavancagem média da amostra no período. Cabe ressaltar que o objetivo dessa variável é comparar a alavancagem da companhia em relação a seus pares.

$$ALAVA_{i,t} = \frac{(EM_{i,t} - \overline{EM}_t)}{\overline{EM}_t}, \quad (5)$$

onde

- $EM_{i,t}$ = alavancagem, medido pelo índice *Equity Multiplier* (fórmula 4); e
- \overline{EM}_t = alavancagem média da amostra no período t , estimada pela razão média do índice EM.

Lepetit et al. (2017) argumentam que as instituições financeiras são altamente alavancadas e têm fontes de financiamento heterogêneas que podem vir tanto dos depositantes como dos mercados de dívida. Devido a essa característica, as instituições financeiras não precisam reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros e, portanto, tendem a distribuir mais dividendos.

Por outro lado, a característica de alta alavancagem do setor está relacionada ao fato de que as dívidas das instituições financeiras constituem o seu capital de giro. Os depósitos bancários dos correntistas são grande parte do passivo das instituições e, ao mesmo tempo, fazem parte do capital de giro necessário para as operações financeiras. Essa complexidade e inter-relação das operações são características das instituições financeiras que muitas vezes motivam a exclusão do setor financeiro das pesquisas. Espera-se que as instituições financeiras mais alavancadas distribuam menos dividendos para manter uma maior sobra de caixa, com o intuito de controlar o nível de risco de suas operações financeiras.

- d) **Tamanho:** utiliza-se o logaritmo natural do ativo total, como estimativa de tamanho das companhias (TAM). Essa estimativa também foi utilizada por Weber (2008) e Forti, Peixoto e Alves (2015) e está expressa na equação (6).

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t}), \quad (6)$$

onde

- $\ln(AT_{i,t})$ = logaritmo natural do ativo total da companhia i no período t .

O tamanho é um fator determinante frequentemente encontrado nos estudos de política de dividendos. Fama e French (2001) apontam que grandes empresas têm maior facilidade de obter crédito no mercado para financiar suas atividades e, por isso não precisam reter tanto lucro para financiar seus investimentos, o que possibilita uma maior distribuição de dividendos. No mesmo sentido, Dickens, Casey e Newman (2002) e Abreu e Gulamhussen (2013) verificaram que o tamanho foi um dos principais fatores explicativos do *dividend yield* das instituições financeiras pesquisadas. Portanto, espera-se uma relação positiva dessa variável com o *payout*.

- e) **Oportunidades de Crescimento:** utiliza-se o índice *market-to-book* (MKT) como *proxy* para oportunidades de crescimento, sendo essa variável mensurada pela razão do valor de mercado da companhia sobre o seu valor patrimonial. Essa medida de oportunidades de crescimento também foi utilizada por Forti, Peixoto e Alves (2015) e Silva e Dantas (2015).

$$MKT_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{VP_{i,t}}, \quad (7)$$

onde

- $VM_{i,t}$ = valor de mercado da companhia i no período t ;
- $VP_{i,t}$ = valor contábil do patrimônio líquido da companhia i no período t .

Fonteles et al. (2012) destacaram que as companhias participantes do IDIV (Índice de Dividendos da B3) que distribuem valores elevados de dividendos apresentam maior crescimento, estimado pelo *market-to-book*. Para os autores, os dividendos atuam como sinal positivo de crescimento das companhias para o mercado, pois a expectativa é que os gestores pagam mais dividendos diante de perspectivas consistentes de crescimento de fluxo de caixa. Como 25% das companhias que compõem o IDIV são bancos, a relação esperada entre oportunidades de crescimento e *payout* poderia ser positiva.

No entanto, parte da literatura pesquisada verifica que as companhias com maiores oportunidades de crescimento tendem a reter mais lucros com a finalidade de aplicar em investimentos futuros (Abreu & Gulamhussen, 2013; Collins et al., 1994). Tendo em vista que os investimentos e os dividendos concorrem pelos mesmos recursos, essas companhias distribuem menos dividendos (Rozeff, 1982). Contudo, a relação esperada entre oportunidades de crescimento e *payout* é ambígua.

- f) **Concentração do Controle Acionário:** utiliza-se o total de ações ordinárias em poder do maior acionista sobre o total de ações ordinárias da companhia para estimar a concentração do controle acionário (CONC), conforme expresso na equação (8).

$$CONC_{i,t} = \frac{\text{TOTAL DE AÇÕES ORD. DO MAIOR ACIONISTA}_{i,t}}{\text{TOTAL DE AÇÕES ORDINÁRIAS}_{i,t}} \quad (8)$$

De acordo com Decourt (2009), quanto maior é o controle acionário, maior costuma ser a demanda por dividendos por parte dos minoritários e detentores de ações preferenciais, tendo em vista que a distribuição de dividendos mitiga os custos de agência com a redução do excesso de caixa em poder dos controladores. Por outro lado, a relação conflituosa de agência entre os acionistas majoritários e minoritários é considerada a real explicação para o pouco incremento dos níveis de *payout*, pois os acionistas majoritários tendem a reter uma parcela maior do lucro a fim de obter benefícios pessoais (Procianoy, 1994).

Fonteles et al. (2012) inferiram que a alta concentração acionária é uma das variáveis explicativas para a política de dividendos elevada das companhias pertencentes ao IDIV (Índice de Dividendos da B3), em linha com a hipótese da utilização dos dividendos como redutores dos custos de agência. As instituições financeiras com controle acionário mais concentrado distribuem mais dividendos com o objetivo de mitigar os altos custos de agência característicos do setor financeiro (Lepetit et al., 2016; Morgan, 2000). Portanto, com base na literatura do setor financeiro, a relação esperada entre a concentração de controle e o *payout* é positiva.

Cabe ressaltar que há limitações na métrica utilizada para a variável CONC, pois considerando apenas o maior acionista, pode-se ter subestimado o nível de concentração de controle, uma vez que se sabe que há ocorrência de acordo de acionistas em algumas instituições financeiras brasileiras. No entanto, os dados sobre a participação dos principais acionistas não estão disponíveis de forma confiável nas instituições financeiras pesquisadas e por isso não foram incluídos na estimação dessa variável.

3.2.4 Variáveis de controle

Propõe-se a adoção de algumas variáveis de controle verificadas na literatura de política de dividendos, tendo em vista a relevância dessas variáveis nos resultados dos estudos anteriores (Fonteles et al., 2012; Silva & Dantas, 2015; Weber, 2008). As variáveis de controle da presente pesquisa são as seguintes:

- a) **Risco:** a maioria dos estudos utiliza o coeficiente beta como medida de risco, no entanto, em virtude do inexpressivo volume de ações ordinárias negociadas no Brasil e da forte concentração do índice do mercado de capitais em poucas empresas, considera-se que o coeficiente beta não é uma boa medida de risco no cenário brasileiro (Assaf Neto, Lima, & Araújo, 2008).

Ferreira (2016), em sua pesquisa sobre o impacto da diversificação de receitas bancárias sobre o risco e o retorno dos bancos brasileiros, utilizou o desvio padrão do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e do retorno sobre o ativo (ROA) em três períodos, como medida de risco para os bancos pesquisados.

A medida de risco utilizada no presente artigo foi uma adaptação de uma das variáveis utilizada por Ferreira (2016). Optou-se por utilizar a distância do ROA da companhia no período, para o ROA médio da companhia no período completo, como medida de risco das instituições financeiras pesquisadas. Ou seja, primeiro foi calculado a média do ROA de cada instituição, considerando todos os períodos pesquisados, e depois foi calculado a distância entre cada observação e a média calculada. O ROA é expresso pelo lucro líquido do período, dividido pelo ativo total do período e a variável RISK foi estimada conforme a equação (9).

$$RISK_{i,t} = ROA_{i,t} - \overline{ROA}_i, \quad (9)$$

onde

- $ROA_{i,t}$ = retorno sobre o ativo, expresso pelo Lucro Líquido da companhia i no período t , dividido pelo Ativo Total da companhia i no período t ;
- \overline{ROA}_i = ROA médio da companhia i no período completo (Σ_t).

- b) **Fluxo de Caixa:** uma vez que o montante de caixa gerado pelas empresas está relacionado com os custos de financiamento externo e com o montante de lucros retidos para incrementos de capital, para investimentos futuros ou para ser distribuído como dividendos aos acionistas, optou-se por utilizar uma variável representativa do fluxo de caixa (FCO) como variável de controle desta pesquisa.

Cabe destacar que o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais, informação que integra a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), só começou a ser divulgado por companhias abertas no Brasil a partir de 2008. Por isso, optou-se por utilizar o resultado operacional, somado a depreciação e a amortização, dividido pelo ativo total como *proxy* para o fluxo de caixa das operações (equação (10)), tendo em vista que a utilização de informações do DFC em apenas uma parte da amostra poderia distorcer os resultados. A divisão pelo ativo total deve-se à possibilidade de comparação que a divisão proporciona quando as companhias têm tamanhos muito diferentes.

$$FCO_{i,t} = \frac{RO_{i,t}}{AT_{i,t}}, \quad (10)$$

onde

- $RO_{i,t}$ = resultado operacional da companhia i no período t ; e
- $AT_{i,t}$ = ativo total da companhia i no período t .

Lepetit et al. (2017) salienta que há um papel natural dos dividendos na redução de conflitos de agência no setor financeiro, onde há uma dificuldade na observação dos riscos assumidos nos processos de intermediações financeiras e os valores depositados são o próprio capital de giro. Nesse contexto, a expectativa é que as instituições financeiras com maior fluxo de caixa distribuam mais dividendos para reduzir os custos de agência, evitando que o excesso de caixa em poder dos gestores seja mal investido ou expropriado (Easterbrook, 1984).

- c) **Recompras de Ações:** as recompras de ações podem ser consideradas como complemento aos dividendos, quando as ações possuem liquidez ou quando os dividendos não são sustentáveis no longo prazo (Wickboldt, 2011). No entanto, a maioria dos executivos brasileiros discorda de que as recompras são vistas como um substituto dos dividendos, alegando que as recompras são utilizadas como mecanismo de ajuste para o valor das ações, quando o preço está subavaliado (Decourt, 2009). Ao recomprar uma determinada quantidade de ações, diminui o volume de ações da companhia em circulação, resultando em um aumento do lucro por ação, entre outros reflexos (Decourt, 2009).

As recompras de ações não são muito utilizadas no Brasil, tendo em vista a desvantagem tributária do ganho de capital obtido na negociação de ações, em comparação a distribuição de lucros por meio de

dividendos ou JSCP. Contudo, optou-se por utilizar as recompras de ações como variável de controle desta presente, e não como complemento ao *payout*.

Utiliza-se o valor das recompras efetuadas pela companhia no período, dividido pelo valor de mercado da companhia no período anterior como métrica para essa variável. Uma vez que o numerador da fração é o valor de recompras (preço das ações vezes o número de ações recompradas) e o denominador é o valor de mercado (preço das ações vezes o número de ações da companhia), a razão resultante estima o volume aproximado de ações recompradas sobre o número de ações total da companhia (equação (11)). As quantidades de ações recompradas só passaram a ser divulgadas após a criação do Formulário de Referência, pela Instrução CVM nº 480/09, por isso não foi possível utilizar diretamente a quantidade de ações recompradas sobre a quantidade total de ações como *proxy* dessa variável.

$$REC_{i,t} = \frac{\text{Valor das recompras}_{i,t}}{VM_{i,t-1}}, \quad (11)$$

onde

- Valor das recompras_{*i,t*} = valor das recompras de ações da companhia *i* no período *t*; e
- VM_{*i,t-1*} = valor de mercado da companhia *i* no período *t* – 1.

É esperada uma relação negativa entre a variável Recompras de Ações (REC) e o *payout*, tendo em vista que ambos os pagamentos concorrem pelos mesmos recursos. Cabe ressaltar que, nos períodos em que as ações teve muita oscilação de preço no momento da recompra, em relação ao momento da informação do valor de mercado utilizada, o volume de ações recompradas pode ter ficado mal dimensionado, sendo essa uma limitação da estimação dessa variável.

d) **Dummy de Controle Estatal ou Privado:** de acordo com a literatura pesquisada, a participação acionária do governo e a presença de representantes do governo no conselho de administração reduzem o *payout* (Weber, 2008). Onali et al.(2015) verificou que o governo é incentivado a privilegiar os interesses dos credores, em detrimento dos acionistas, e isso pode refletir numa baixa razão *payout* em empresas com controle estatal. Com a finalidade de verificar se o tipo de controle tem influência sobre a política de dividendos das instituições financeiras da amostra, utiliza-se a variável *Dummy* de Controle Estatal ou Privado (DCTE), expressa pela *dummy* que assume o valor 0 (zero) nos casos em que o controle da companhia for estatal e 1 (um) quando for privado.

e) **Inflação, Variação do PIB e Taxa de Juros Selic Real:** com a finalidade de controlar os efeitos das constantes oscilações econômicas no cenário brasileiro, as variáveis Inflação (IPCA), Variação do PIB (PIB) e Taxa de Juros Selic Real (TXJUR) foram utilizadas no modelo econométrico desta pesquisa, tendo em vista a expectativa de que elas possam influenciar a distribuição de dividendos no Brasil.

Na variável Inflação, foram utilizados os dados do Índice de Preços ao Consumidor (IPCA), divulgado periodicamente pelo BACEN. Para a variável Taxa de Juros, foram utilizadas as taxas de juros Selic média anual, conforme histórico de taxa de juros divulgado pelo BACEN, ajustadas a inflação efetiva do período (IPCA). Os dados de variação do PIB foram consultados diretamente no site do Instituto Brasileira de Economia e Estatística (IBGE).

3.3 Tratamento dos outliers e estatística descritiva das variáveis

A fim de evitar uma distorção nos parâmetros das regressões, os valores extremos foram aparados pelo processo de winsorização das variáveis, que consiste em aparar os valores extremos (*outliers*) para os limites mínimo e máximo definidos (Lusk, Halperin & Heiling, 2011; Good & Hardin, 2012).

Na presente pesquisa, as variáveis que apresentaram valores acima e abaixo dos percentis 2,5% e 97,5%, respectivamente, passaram pelo processo de winsorização⁵, sendo elas: *Payout* (PAYOUT), em 15 casos (6,1%

⁵Nenhuma observação ficou abaixo do percentil mínimo estipulado. Portanto, apenas as observações acima do percentil máximo foram winsorizadas.

Tabela 4
Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio
PAYOUT	0,4564	0,0783	1,2513	0,2356
ROE	0,1772	0,0022	0,5031	0,1037
EPD	0,4462	0,0603	1,2513	0,2313
ALAVA	-0,1519	-0,8137	0,9679	0,3537
TAM	17,0155	11,4726	21,1311	2,1346
MKT	1,2695	0,2389	4,5566	0,7832
CONC	0,7148	0,1000	1,0000	0,2610
RISK	0,0016	-0,0333	0,0681	0,0117
FCO	0,0263	-0,0149	0,1240	0,0193
IPCA	0,0639	0,0295	0,1253	0,0221
PIB	0,0246	-0,0377	0,0753	0,0310
TXJUR	0,0614	0,0123	0,1165	0,0291
REC	0,0054	0,0000	0,2980	0,0243
Número de observações				245

Estatística descritiva das variáveis, após o tratamento dos *outliers*. As colunas da tabela representam as variáveis quantitativas do modelo, a média, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio padrão, respectivamente. A última linha da tabela apresenta o número de observações.

das observações); Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), em 9 casos (3,7% das observações); Estabilidade da Política de Dividendos (EPD), em 13 casos (5,3% das observações); Alavancagem Alternativa (ALAVA), em 1 caso (0,4% das observações); e Oportunidade de Crescimento (MKT), em 12 casos (4,9% das observações). Na tabela 4, podemos verificar a estatística descritiva, após o tratamento dos *outliers*.

Verificando a tabela 4, observa-se que a variável dependente PAYOUT apresenta o valor máximo maior que um. Isso se deve ao fato de a distribuição de dividendos ser maior que o lucro do exercício em alguns casos⁶. A variável Tamanho (TAM) apresenta um desvio padrão elevado, devido a característica de alta concentração bancária no Brasil, onde poucas instituições financeiras são muito maiores que as demais. A variável Oportunidades de Crescimento (MKT) também apresenta um desvio padrão elevado, o que também pode ter relação com a diferença de tamanho das grandes instituições financeiras brasileiras e as oportunidades de crescimento delas em relação às instituições menores.

3.4 Técnicas de estimação e modelo econométrico

Nos modelos de dados em painel, é possível verificar os efeitos combinados em duas dimensões, unidade amostral e período, que não seriam observados simplesmente em um corte transversal ou em uma série temporal (Gujarati & Porter, 2011). Este artigo analisou os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras da amostra ao longo de um intervalo de tempo de 18 anos utilizando dados em painel com efeitos fixos.

A escolha deste método levou em consideração a aplicação do teste F (p-valor = 0), que indicou a existência de efeitos fixos, e do teste de Hausmann (p-valor = 0,0002), que identificou a utilização do método de estimação de efeitos fixos como o mais indicado para esta pesquisa, em comparação com a estimação de efeitos aleatórios. O método de efeitos fixos não demonstra os resultados dos coeficientes das variáveis com dados invariantes no tempo (Wooldridge, 2014), como é o caso da variável *Dummy* de Controle Estatal ou Privado (DCTE). No entanto, o efeito dessa variável é capturado pelo efeito fixo.

Uma característica da amostra desta pesquisa é que não há dados disponíveis para todas as companhias em todos os períodos, formando uma amostra com painel de dados desbalanceado. Isso se deve ao fato de que nem

⁶Houve 9 casos, de 7 instituições financeiras da amostra, que apresentaram *Payout* maior que um. Esses casos foram checados diretamente nas Demonstrações Financeiras publicadas no site da CVM. Foi verificado que essas instituições optaram por distribuir dividendos complementares, com base nos lucros de exercícios anteriores.

todas as companhias estiveram com registro ativo na B3 em todos os períodos e, muitas delas não apresentaram dados em todos os períodos, por não terem negociado ações no período, por ocorrência de períodos com prejuízo ou patrimônio líquido negativo, ou simplesmente pela falta de dados nas bases consultadas.

Contudo, elaborou-se o modelo econométrico apresentado na equação (12), que possibilita identificar os fatores determinantes da política de dividendos da amostra:

$$\begin{aligned} \text{PAYOUT}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{EPD}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{ALAVA}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{TAM}_{i,t} \\ & + \beta_5 \cdot \text{MKT}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{CONC}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{RISK}_{i,t} + \beta_8 \cdot \text{FCO}_{i,t} + \beta_9 \cdot \text{IPCA}_t \\ & + \beta_{10} \cdot \text{PIB}_t + \beta_{11} \cdot \text{TXJUR}_t + \beta_{12} \cdot \text{REC}_{i,t} + \beta_{13} \cdot \text{DCTE}_{i,t} + u_{i,t}, \end{aligned} \quad (12)$$

onde

- β_0 : intercepto do modelo;
- β_1 a β_6 : coeficientes das variáveis de interesse do modelo;
- β_7 a β_{13} : coeficientes das variáveis de controle do modelo;
- $\text{PAYOUT}_{i,t}$ = dividendos e juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido da companhia i no período t ;
- $\text{ROE}_{i,t}$ = lucratividade da companhia i no período t ;
- $\text{EPD}_{i,t}$ = estabilidade da política de dividendos, representada pelo *payout* da companhia i no período anterior $t - 1$;
- $\text{ALAVA}_{i,t}$ = alavancagem alternativa, medida pela diferença da alavancagem da companhia i no período t , em relação a alavancagem média do setor s , no período t , dividida pela alavancagem média do setor s no período t ;
- $\text{TAM}_{i,t}$ = tamanho de companhia i no período t ;
- $\text{MKT}_{i,t}$ = oportunidades de crescimento, medido pelo índice *market-to-book* da companhia i no período t ;
- $\text{CONC}_{i,t}$ = concentração de ações ordinárias do maior acionista sobre o total de ações ordinárias da companhia i no período t ;
- $\text{RISK}_{i,t}$ = volatilidade dos lucros, representada pela distância do ROA da companhia i no período t , para a média do ROA da companhia i no período total (Σ_t);
- $\text{FCO}_{i,t}$ = resultado operacional da companhia i no período t , dividido pelo ativo total da companhia i no período t ;
- IPCA_t = inflação acumulada no período t ;
- PIB_t = variação do Produto Interno Bruto do Brasil no período t ;
- TXJUR_t = taxa de juros SELIC do período t , ajustado a inflação;
- $\text{REC}_{i,t}$ = valor das recompra de ações da companhia i no período t , dividido pelo valor de mercado da companhia i no período $t - 1$;
- $\text{DCTE}_{i,t}$ = *dummy* de tipo de controle acionário da companhia i no período t (1 quando for controle privado e 0 quando for controle estatal);
- $u_{i,t}$ = termo de erro da equação da companhia i no período t .

4. Resultados

4.1 Matriz de correlação

Um dos aspectos a ser considerado na estimação de regressões múltiplas é a existência de relação de colinearidade entre duas ou mais variáveis utilizadas no modelo econométrico. A multicolinearidade resulta em problemas de estimação dos coeficientes e inferência estatística. A correlação entre duas variáveis acima de 0,80 é um indicativo de problema de multicolinearidade (Gujarati & Porter, 2011; Wooldridge, 2014). A tabela 5 apresenta a correlação entre as variáveis do modelo econométrico, após o tratamento dos *outliers*. Na referida tabela, pode-se observar que não ocorreu problema de multicolinearidade, visto que as correlações entre as variáveis estão abaixo do nível aceito.

4.2 Resultados das regressões

Com o objetivo de identificar os fatores determinantes da política de dividendos da amostra, foram testados três métodos de estimação: (1) regressão de mínimos quadrados ordinários, (2) dados em painel com efeitos aleatórios e (3) dados em painel com efeitos fixos. De acordo com o teste T e o teste de Hausman executados (descritos no item 3.4), o método de dados em painel com efeitos fixos foi o mais indicado para esta pesquisa. Portanto, a regressão 3 demonstrada na tabela 6 apresenta os resultados deste artigo e as regressões 1 e 2 foram demonstradas somente a título de análise de robustez e sensibilidade dos resultados.

Na regressão 3, o termo de erro $u_{i,t}$ da equação 12 é a variável de erro padrão da companhia i no período t . No entanto, nas regressões 1 e 2, executadas durante os procedimentos metodológicos desta pesquisa, o termo de erro $u_{i,t}$ da equação (12) assume uma forma composta, onde a variável de erro $u_{i,t}$ inclui ε_i (termos de erro com efeitos invariantes no tempo e específicos para cada companhia) e v_{it} (termo de erro que varia no tempo e no cross-section).

Ressalta-se que o método de efeitos fixos não contém o coeficiente estimado para a variável Controle Estatal ou Privado (DCTE), por ser uma variável de característica das companhias, portanto, invariante no tempo⁷. A variável DCTE é uma variável de controle (*Dummy* de Controle Estatal ou Privado) e seu efeito é controlado pelos efeitos fixos.

Os resultados da presente pesquisa, verificados na regressão 3 da tabela 6, apresentam significância estatística nas variáveis de interesse: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), com efeito negativo e Concentração do Controle Acionário (CONC), com efeito positivo.

Pennachi e Santos (2018) destacam que os bancos têm preferência por usar o ROE como medida de desempenho desde meados da década de 80. Os autores verificaram uma amostra de bancos e companhias não financeiras dos EUA, desde o início dos anos 70, e evidenciaram que os valores das ações dos bancos reagem mais aos anúncios de ROE do que aos anúncios de Lucro por Ação. Podemos observar uma relação negativa entre ROE e *payout* das instituições financeiras da amostra, contrariando a literatura que utilizou Retorno sobre o Ativo (ROA) como medida de rentabilidade (Abreu & Gulamhussen, 2013; Weber, 2008). Essa relação negativa nos leva a questionar por que as instituições financeiras menos rentáveis poderiam distribuir mais dividendos? Uma provável explicação está relacionada com a maior propensão ao efeito sinalizador dos dividendos, verificados na literatura do setor financeiro (Forti & Schiozer, 2015). Tal premissa está relacionada com a hipótese de que a estabilidade ou um aumento na distribuição de dividendos sinaliza bons resultados futuros ao mercado.

Salienta-se que uma baixa no lucro e distribuição de dividendos estável reflete em um aumento no *payout*, visto que o lucro é o denominador da razão *payout*. Nesse contexto, uma baixa na rentabilidade das instituições pode refletir em uma política de dividendos elevada ou estável, de forma a evitar uma sinalização negativa do seu desempenho ao mercado. De acordo com Kauko (2012), as decisões de política de dividendos transmitem um conteúdo informacional implícito importante para o os investidores e credores das instituições financeiras,

⁷As datas de abertura de capital foram verificadas no site da CVM e, somente as observações após a data de abertura de capital foram selecionadas para esta pesquisa. Dessa forma, a característica de controle estatal ou privado se manteve estável em todas as companhias da amostra.

Tabela 5
Matriz de correlação das variáveis

variáveis	PAYOUT	ROE	EPD	ALAVA	TAM	MKT	CONC	RISK	FCO	IPCA	PIB	TXJUR	REC
PAYOUT	1												
ROE	-0,3539	1											
EPD	0,3882	-0,2225	1										
ALAVA	-0,1631	0,3611	-0,1568	1									
TAM	-0,0101	0,1736	0,0027	0,4573	1								
MKT	-0,0864	0,5553	-0,0776	0,3595	0,4238	1							
CONC	0,0170	0,2333	-0,0402	-0,0255	-0,1952	0,1577	1						
RISK	-0,1178	0,5137	-0,0653	-0,0851	-0,0609	0,1324	0,1151	1					
FCO	-0,2693	0,5048	-0,2112	-0,3216	-0,3296	0,1415	0,1695	0,6194	1				
IPCA	-0,0472	-0,0408	-0,1010	-0,0220	-0,0220	-0,2768	-0,0004	0,0118	0,0389	1			
PIB	-0,0306	0,2073	0,0529	-0,0236	-0,1468	0,2830	0,1168	0,1876	0,2225	-0,2611	1		
TXJUR	-0,1535	0,2443	-0,1924	0,0877	-0,1848	0,1780	0,1149	0,1546	0,3218	0,1250	0,2802	1	
REC	0,0185	-0,0659	-0,0295	-0,1718	-0,0637	-0,0466	-0,0568	-0,0686	0,0487	-0,0355	-0,1177	-0,0591	1

A tabela 5 apresenta a correlação entre as variáveis do modelo econométrico, após o tratamento dos *outliers*. Nota: **negrito** representa significância estatística de 5%.

Tabela 6
Resultados das regressões (1), (2) e (3)

	(1) mínimos quadrados ordinários	(2) painel com efeitos aleatórios	(3) painel com efeitos fixos
ROE	-0,76009 (0,30196)	-0,76009 (0,30196)	-0,80677 (0,38316)
EPD	<u>0,28609</u> (0,09206)	<u>0,28609</u> (0,09206)	0,0218 (0,05658)
ALAVA	-0,05449 (0,06349)	-0,05449 (0,06349)	0,10955 (0,11754)
TAM	-0,00326 (0,01203)	-0,00326 (0,01203)	-0,05027 (0,04588)
MKT	0,04849 (0,03588)	0,04849 (0,03588)	0,06663 (0,04336)
CONC	<u>0,09907</u> (0,05102)	<u>0,09907</u> (0,05102)	<u>0,22128</u> (0,07856)
RISK	3,50236 (1,57943)	3,50236 (1,57943)	2,67060 (3,13561)
FCO	-2,70944 (1,34877)	-2,70944 (1,34877)	-3,67001 (1,95763)
IPCA	0,11749 (0,74596)	0,11749 (0,74596)	-0,14886 (0,87029)
PIB	-0,13523 (0,41649)	-0,13523 (0,41649)	-0,31606 (0,52158)
TXJUR	-0,05776 (0,82467)	-0,05776 (0,82467)	-0,47979 (0,91109)
REC	0,16969 (0,28267)	0,16969 (0,28267)	0,08846 (0,31005)
DCTE	0,01561 (0,03825)	0,01561 (0,03825)	0 (.)
constante	0,41786 (0,25392)	0,41786 (0,25392)	1,35760 (0,87197)
AIC	-64,32286		-1,47E+02
BIC	-15,30524		-1,05E+02
R2	0,274		0,175
R2_Within		0,095	0,175
R2_Overall		0,274	0,091
R2_Between		0,41	0,007
observações	245	245	245

A variável dependente é o *payout*. A primeira coluna apresenta as variáveis independentes. Os testes metodológicos recomendam a regressão 3 como resultado desta pesquisa. As regressões 1 e 2 estão demonstradas para análise de robustez dos resultados. Notas: **negrito** e caixa representam significância estatística de 5% e 1%, respectivamente. Sublinhado representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

visto que a rentabilidade e a viabilidade das instituições financeiras estão altamente relacionadas com a forma como os *stakeholders* as percebem.

Pennachi e Santos (2018) verificaram que os bancos são especialmente resistentes a regulamentação ou modificação financeira considerável pós-crise financeira. Observa-se que a preocupação com a sinalização dos dividendos no setor financeiro é maior em períodos de instabilidade ou crise financeira (Athari et al., 2016; D'Udekem, 2014).

Em um país como o Brasil, onde prevalece a característica de concentração acionária nas companhias, era esperada uma relação positiva e significativa da variável Concentração em relação ao *payout*. As instituições financeiras têm maior propensão a problemas de agência devido às características que as tornam menos transparentes aos olhos do mercado em relação às companhias dos demais setores. Lepetit et al. (2017) salienta que há um papel natural dos dividendos na redução de conflitos de agência dos bancos. Segundo Morgan (2000), os riscos assumidos no processo de intermediação financeira são de difícil observação pelos participantes do mercado e, especialmente as instituições financeiras com maior concentração acionária, tendem a distribuir um nível elevado de dividendos para a mitigar os custos de agência (Morgan, 2000). Na presente pesquisa, a variável CONC apresentou resultado positivo e significativo, conforme o esperado.

A variável Estabilidade da Política de Dividendos (EPD) não apresentou significância estatística em relação ao *payout* na regressão 3, contrariando a literatura que aponta para uma preocupação com a estabilidade dos dividendos nas companhias financeiras (Dickens et al., 2002; Weber, 2008; D'Udekem, 2014; Hirtle, 2014; Athari et al., 2016).

As diferenças nos resultados deste artigo em relação a literatura, pode decorrer da pequena quantidade de observações da amostra, o que constitui uma limitação desta pesquisa, no entanto, essa é uma característica do setor no mercado de capitais brasileiro. Além disso, a maior complexidade do setor financeiro e as características intrínsecas dos negócios bancários, como a alta alavancagem a regulamentação do setor, podem dificultar as conclusões a respeito das decisões de política de dividendos.

Outro aspecto que pode ter impacto nos fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras é a alta concentração bancária no Brasil. Segundo notícia publicada no site do jornal Valor Econômico no dia 17 de abril de 2018, os quatro maiores bancos brasileiros (Bradesco, Santander, ItauUnibanco e Banco do Brasil) detiveram 78% das operações de crédito no segundo semestre de 2017 (Valor, 2018).

A complexidade e as peculiaridades características do setor, assim como a ausência de resultados conclusivos, reforçam a importância de pesquisas futuras sobre o tema. Considera-se que as conclusões a respeito dos aspectos teóricos e empíricos que explicam as decisões de política de dividendos do setor financeiro ainda são muito insipientes e precisam ser complementadas.

Analisando as três regressões da tabela 6, observa-se que os parâmetros de algumas variáveis são sensíveis ao método utilizado. As principais diferenças das regressões 1 (MQO) e 2 (Painel com Efeitos Aleatórios) com a regressão 3 (Painel com Efeitos Fixos) estão na significância estatística das variáveis EPD, CONC, RISK e FCO. No entanto, os sinais dos coeficientes dessas variáveis permaneceram os mesmos nas três regressões. As variáveis EPD, RISK e FCO apresentaram significância estatística nas regressões 1 e 2 e não foram estatisticamente significantes na regressão 3; enquanto CONC foi estatisticamente significativa apenas na regressão 3. Pode-se observar que as regressões 1 e 2 apresentaram resultados muito semelhantes, havendo diferenças somente na variável FCO. Isso se deve a falta de efeito aleatório na regressão 2, o que torna os coeficientes da regressão de dados em painel com efeitos aleatórios praticamente iguais aos da regressão pelo método de mínimo quadrados ordinários.

4.3 Testes de robustez

Os testes de robustez têm como objetivo avaliar a sensibilidade dos resultados obtidos nesta pesquisa. Além de testar outros métodos, a presente pesquisa testou se os resultados são robustos utilizando outra métrica para a variável rentabilidade. Além disso, testou-se a robustez dos resultados com a divisão da amostra em diferentes sub-amostras: antes e depois da crise de 2008; antes e depois da modificação tributária para o setor financeiro em 2015 e sub-amostras de instituições financeiras estatais e privadas.

Tabela 7
Resultados com o ROA com métrica de rentabilidade

	(1) mínimos quadrados ordinários	(2) painel com efeitos aleatórios	(3) painel com efeitos fixos
ROA	-2,15921 (3,25483)	-2,15921 (3,25483)	-2,34361 (2,92203)
EPD	<u>0,28697</u> (0,0969)	<u>0,28697</u> (0,0969)	0,00500 (0,06828)
ALAVA	-0,14178 (0,07143)	-0,14178 (0,07143)	0,00173 (0,10856)
TAM	-0,0047 (0,01265)	-0,0047 (0,01265)	-0,03936 (0,04316)
MKT	0,01333 (0,0282)	0,01333 (0,02820)	0,03455 (0,0357)
CONC	0,08945 (0,0565)	0,08945 (0,05650)	<u>0,29250</u> (0,09742)
RISK	2,57272 (1,51980)	2,57272 (1,51980)	0 (.)
FCO	-3,31318 (2,29354)	-3,31318 (2,29354)	-3,06347 (2,20077)
IPCA	-0,0622 (0,76939)	-0,0622 (0,76939)	-0,28787 (0,86885)
PIB	-0,19332 (0,41641)	-0,19332 (0,41641)	-0,47039 (0,52213)
TXJUR	-0,0151 (0,82447)	-0,0151 (0,82447)	-0,58618 (0,94897)
REC	0,10152 (0,26758)	0,10152 (0,26758)	0,07147 (0,30625)
DCTE	0,04034 (0,04046)	0,04034 (0,04046)	0 (.)
constante	0,37369 (0,25900)	0,37369 (0,25900)	1,06021 (0,82358)
AIC	-53,58707		-1,38002
BIC	-4,56946		-99,60200
R2	0,241		0,139
R2_Within		0,056	0,139
R2_Overall		0,241	0,046
R2_Between		0,415	0,009
observações	245	245	245

Notas: **negrito** e caixa representam significância estatística de 5% e 1%, respectivamente. Sublinhado representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

4.3.1 Resultados com ROA

Para testar se os resultados são robustos utilizando outra métrica de rentabilidade, a tabela 7 apresenta os resultados das três regressões utilizando o retorno sobre o ativo (ROA).

Analisando a tabela 7, pode-se observar que os parâmetros de algumas variáveis variam quando se utiliza o ROA como métrica de rentabilidade. Os sinais dos coeficientes da variável representativa de rentabilidade permanecem negativos nas três regressões, assim como no modelo que utilizou o ROE. No entanto o ROA passa a não ser estatisticamente significativo nas três regressões. Também houve modificações nas variáveis EPD, agora com efeito positivo sobre o *payout* nas regressões 1 e 2 e ALAVA, com efeito negativo apenas na regressão 2.

Tabela 8
Resultados com a divisão em sub-amostras antes e depois da crise financeira de 2008

sub-amostras	antes da crise (2000 a 2007)			depois da crise (2008 a 2017)		
	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos
ROE	−0,04618 (0,19268)	−0,04618 (0,19268)	−0,41062 (0,43587)	−1,73107 (0,67935)	−1,73107 (0,67935)	−1,56948 (0,81227)
EPD	0,28530 (0,12508)	0,28530 (0,12508)	−0,03642 (0,08703)	0,14293 (0,12919)	0,14293 (0,12919)	−0,15278 (0,06330)
ALAVA	−0,03223 (0,05796)	−0,03223 (0,05796)	0,21414 (0,08878)	−0,14175 (0,08928)	−0,14175 (0,08928)	−0,01216 (0,15735)
TAM	0,00584 (0,0144)	0,00584 (0,0144)	−0,01356 (0,10356)	0,00016 (0,01437)	0,00016 (0,01437)	−0,10393 (0,06667)
MKT	−0,00699 (0,03019)	−0,00699 (0,03019)	0,05024 (0,03513)	0,13684 (0,06307)	0,13684 (0,06307)	0,11076 (0,08701)
CONC	0,08455 (0,07499)	0,08455 (0,07499)	0,43162 (0,21540)	0,03823 (0,06341)	0,03823 (0,06341)	0,14546 (0,08793)
RISK	0,33452 (1,93439)	0,33452 (1,93439)	0,49443 (4,55270)	6,36660 (2,90529)	6,36660 (2,90529)	4,98701 (7,19264)
FCO	−0,04821 (1,65295)	−0,04821 (1,65295)	−1,66121 (3,24557)	−5,99058 (2,54678)	−5,99058 (2,54678)	−6,72985 (3,31015)
IPCA	−1,11158 (0,62148)	−1,11158 (0,62148)	−1,28104 (0,60898)	0,06434 (1,50071)	0,06434 (1,50071)	0,17054 (1,65433)
PIB	−4,01407 (1,69123)	−4,01407 (1,69123)	−3,55662 (1,35300)	0,68968 (0,53203)	0,68968 (0,53203)	0,36228 (0,62273)
TXJUR	−0,4189 (2,21407)	−0,4189 (2,21407)	−0,08009 (2,16479)	0,14667 (0,81203)	0,14667 (0,81203)	−0,27042 (0,98271)
REC	−4,10393 (2,47784)	−4,10393 (2,47784)	−2,96041 (2,50579)	0,41918 (0,31971)	0,41918 (0,31971)	−0,01325 (0,14980)
DCTE	0,00808 (0,06179)	0,00808 (0,06179)	0 (.)	−0,05237 (0,04508)	−0,05237 (0,04508)	0 (.)
constante	0,41385 (0,30257)	0,41385 (0,30257)	0,6422 (1,62342)	0,65881 (0,29078)	0,65881 (0,29078)	2,51016 (1,23078)
AIC	−18,80824		−56,67268	−73,82822		−1,34E+02
BIC	15,87448		−26,94464	−31,04078		−97,54356
R2	0,164		0,203	0,499		0,379
R2_Within		0,058	0,203		0,302	0,379
R2_Overall		0,164	0,006		0,499	0,17
R2_Between		0,553	0,09		0,724	0,11
observações	88	88	88	157	157	157

Notas: **negrito** representa significância estatística de 5%. Sublinhado representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

4.3.2 Sub-amostras antes e depois da crise financeira de 2008

Como a finalidade de explorar os efeitos da crise financeira mundial de 2008 sobre o *payout* das instituições financeiras brasileiras, efetuou-se a divisão da amostra em duas sub-amostras, compreendendo os períodos de 2000 a 2007 e 2008 a 2017, considerando que 2008 foi o ano de início da crise. A tabela 8 apresenta os resultados dessas sub-amostras.

Observa-se que os parâmetros das variáveis são sensíveis tanto ao método utilizado, quanto a variações de cenários resultantes da crise financeira de 2008. Após a crise, ROE e FCO passaram a ser negativamente significantes nas regressões de MQO e de Efeitos Aleatórios, dando indícios de que as instituições se preocuparam com a sinalização por meio dos dividendos durante e após a crise de 2008. Na regressão de Efeitos Fixos, apenas EPD apresentou significância estatística negativa, indicando que as instituições menos estáveis quanto à política de dividendos incrementaram o *payout* após a crise.

Tabela 9

Resultados com divisão em sub-amostras antes e depois da modificação na legislação tributária em 2015

sub-amostras	antes da modificação tributária (2000 a 2014)			depois da modificação tributária (2015 a 2017)		
	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos
ROE	-0,59505 (0,24580)	-0,59505 (0,24580)	-0,70777 (0,32255)	-1,74507 (0,81307)	-1,74507 (0,81307)	-1,56526 (1,94823)
EPD	0,37201 (0,09870)	0,37201 (0,09870)	0,05805 (0,06973)	-0,03415 (0,15476)	-0,03415 (0,15476)	-0,23375 (0,09089)
ALAVA	-0,05921 (0,07333)	-0,05921 (0,07333)	0,15831 (0,11691)	-0,00455 (0,13029)	-0,00455 (0,13029)	1,00120 (0,54682)
TAM	-0,00016 (0,01100)	-0,00016 (0,01100)	-0,00622 (0,05762)	-0,05355 (0,02212)	-0,05355 (0,02212)	-1,13505 (0,79957)
MKT	0,02759 (0,02595)	0,02759 (0,02595)	0,05350 (0,02860)	0,37242 (0,16111)	0,37242 (0,16111)	0,46470 (0,27578)
CONC	0,10982 (0,05926)	0,10982 (0,05926)	0,32487 (0,08647)	-0,01311 (0,14945)	-0,01311 (0,14945)	-2,33163 (0,61328)
RISK	3,19192 (1,72852)	3,19192 (1,72852)	1,54652 (3,14287)	3,59524 (4,82843)	3,59524 (4,82843)	-1,71280 (22,65621)
FCO	-2,90579 (1,53694)	-2,90579 (1,53694)	-2,44296 (2,25513)	-5,19974 (4,42930)	5,19974 (4,42930)	-7,07446 (6,05179)
IPCA	0,05579 (0,65956)	0,05579 (0,65956)	-0,31629 (0,63273)	1,57018 (1,48613)	1,57018 (1,48613)	1,20492 (2,23895)
PIB	-1,33947 (0,80935)	-1,33947 (0,80935)	-1,17642 (0,61310)	0 (.)	0 (.)	-0,82003 (2,03177)
TXJUR	0,18656 (0,75625)	0,18656 (0,75625)	0,08676 (1,15797)	-0,56225 (1,76256)	-0,56225 (1,76256)	0 (.)
REC	-0,06214 (0,25382)	-0,06214 (0,25382)	-0,16135 (0,28624)	1,07657 (0,79784)	1,07657 (0,79784)	0,53706 (-0,7051)
DCTE	0,01858 (0,04318)	0,01858 (0,04318)	0 (.)	-0,07020 (0,10092)	-0,0702 (0,10092)	0 (.)
constante	0,35716 (0,25041)	0,35716 (0,25041)	0,50898 (1,06417)	1,43386 (0,54645)	1,43386 (0,54645)	22,13581 (13,97097)
AIC	-52,15505		-1,36E+02	-12,17407		-57,17293
BIC	-5,83930		-96,69222	10,72153		-37,79972
R2	0,322		0,197	0,416		0,630
R2_Within		0,097	0,197		0,371	0,630
R2_Overall		0,322	0,076		0,416	0,018
R2_Between		0,491	0		0,454	0,016
observações	202	202	202	43	43	43

Notas: **negrito**, **caixa** e **caixa em negrito** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. Sublinhado representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

4.3.3 Sub-amostras antes e depois da modificação na legislação tributária em 2015

Com o intuito testar se a tributação interfere no *payout*, foi verificado se uma modificação tributária teve consequências nas decisões de distribuições de proventos das instituições financeiras. A Lei nº 13.169 de 2015, aumentou a alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para 20% para as instituições financeiras e assemelhadas. Essa modificação entrou em vigor no próprio ano de 2015, por isso dividiu-se a amostra em períodos até 2014 e a partir de 2015. A consequência desse aumento de alíquota da CSLL é que o benefício tributário obtido na distribuição de juros sobre o capital próprio (JSCP) ficou maior para as companhias de setor financeiro do que para os outros setores, que permaneceram com a alíquota de 9%.

Há indícios de que a modificação tributária de 2015 provocou mudanças na política de dividendos da amostra, o que pode ser verificado pelas variações de significância estatística das variáveis considerando o período

Tabela 10
Resultados com a divisão em sub amostras de instituições financeiras privadas e estatais

	instituições privadas			instituições estatais		
	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos	MQO	efeitos aleatórios	efeitos fixos
ROE	<u>1,51083</u> (0,48522)	<u>-1,57958</u> (0,58585)	<u>-2,29562</u> (0,56423)	-0,64256 (0,52257)	-0,64256 (0,52257)	-0,56190 (0,48888)
EPD	<u>0,22136</u> (0,12132)	0,11755 (0,10463)	-0,03773 (0,06579)	<u>0,21057</u> (0,10838)	<u>0,21057</u> (0,10838)	-0,01801 (0,10822)
ALAVA	-0,1214 (0,08252)	-0,13075 (0,10810)	0,06255 (0,14638)	-0,05947 (0,11487)	-0,05947 (0,11487)	0,18755 (0,18103)
TAM	0,02210 (0,01681)	0,01305 (0,02013)	-0,12257 (0,05082)	-0,01235 (0,01824)	-0,01235 (0,01824)	0,04656 (0,06072)
MKT	0,03734 (0,03626)	0,06033 (0,02933)	0,08025 (0,03845)	0,09176 (0,07817)	0,09176 (0,07817)	0,09256 (0,07848)
CONC	<u>0,12048</u> (0,06030)	0,18150 (0,07573)	0,15996 (0,13007)	0,00869 (0,10508)	0,00869 (0,10508)	0,27886 (0,19481)
RISK	5,98428 (2,50382)	6,30056 (2,89092)	10,60048 (4,64878)	-0,44511 (2,59553)	-0,44511 (2,59553)	-0,12995 (3,77282)
FCO	-2,19144 (2,09185)	-3,14238 (2,24482)	-6,54362 (2,63229)	0,57334 (2,60465)	0,57334 (2,60465)	-0,87229 (3,71898)
IPCA	-0,12405 (0,48313)	-0,09788 (0,43675)	-0,70394 (0,62673)	0,74056 (1,51522)	0,74056 (1,51522)	1,16781 (1,62018)
PIB	-0,05797 (0,61401)	-0,11763 (0,62927)	-0,44461 (0,66152)	-0,15217 (0,48930)	-0,15217 (0,48930)	0,44928 (0,62695)
TXJUR	-0,15501 (0,88714)	-0,10075 (0,90214)	-0,60105 (0,96245)	0,21324 (-1,54339)	0,21324 (1,54339)	0,20527 (1,57018)
REC	0,13625 (0,27572)	0,14833 (0,26347)	-0,08565 (0,24940)	5,51986 (5,06050)	5,51986 (5,06050)	2,16508 (3,10256)
constante	0,15017 (0,24761)	0,31462 (0,33974)	<u>3,02395</u> (0,99999)	0,48664 (0,36276)	0,48664 (0,36276)	-0,65908 (1,08496)
AIC	-59,44800		-1,41E+02	-15,31211		-35,90730
BIC	-20,93102		-1,06E+02	3,06270		-20,15747
R2	0,424		0,396	0,164		0,132
R2_Within		0,313	0,396		0,066	0,132
R2_Overall		0,404	0,107		0,164	0,002
R2_Between		0,222	0,032		0,555	0,071
observações	143	143	143	102	102	102

Notas: **negrito**, caixa e **caixa em negrito** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. Sublinhado representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

antes e depois de 2015 na tabela 9. O aumento da alíquota de CSLL para o setor financeiro pode ter incentivado às instituições a aumentar a distribuição de dividendos por meio dos JSCP, o que modifica a tomada de decisão sobre a política de dividendos dessas instituições. Observa-se que os parâmetros das variáveis da tabela 9 são sensíveis ao método utilizado e também a modificação tributária ocorrida em 2015. As principais alterações foram nas variáveis EPD e CONC. Devido a alteração de sinal dessas variáveis a partir de 2015, pode-se observar que as instituições financeiras com política de dividendos menos estáveis e com menor concentração de controle acionário incrementaram o *payout* após a modificação tributária.

4.3.4 Sub-amostras de instituições financeiras estatais e privadas

Nesse teste de robustez dos resultados, dividiu-se a amostra em sub-amostras de instituições financeiras estatais e privadas. Entende-se que as instituições financeiras estatais podem ter menos incentivo a distribuir dividendos e, por isso, os fatores determinantes do *payout* podem ser diferentes das instituições privadas.

Observa-se que os parâmetros das variáveis são um pouco sensíveis ao método, mas muito sensíveis ao

grupo amostral definido pelo tipo de instituição financeira (estatal ou privada). Analisando a tabela 10, pode-se verificar que nenhuma variável das instituições estatais apresentou significância estatística, o que indica que as estatais não estão sujeitas aos mesmos pressupostos que motivam a distribuição de dividendos das instituições privadas. Esses resultados, de certa forma corroboram os achados de Zagonel, Terra e Pasuch (2018), que verificaram que companhias estatais são geralmente mais opacas e menos visados por investidores externos e são menos propensas a distribuir grandes montantes de seus lucros.

5. Considerações finais

Este artigo buscou identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, visto que a maioria dos estudos sobre o tema excluem as companhias financeiras das amostras. Para realizar essa análise, foram selecionadas as companhias do setor denominado “Financeiro e Outros” da B3, com característica de banco comercial, totalizando 245 observações empresa-ano no período de 2000 a 2017.

Os resultados da presente pesquisa podem ser verificados na regressão de dados em painel com efeitos fixos da tabela 6. Nessa regressão, pode-se observar significância estatística negativa no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), indicando que a baixa rentabilidade de instituições pode ter relação com uma alta distribuição de dividendos, por conta da intenção de sinalizar bons resultados futuros por meio da política de dividendos (Forti & Schiozer, 2015; Kauko, 2012).

A variável Concentração de Controle Acionário (CONC) apresentou significância estatística positiva em relação ao *payout*. Esse resultado está relacionado com os pressupostos teóricos de agência, no qual companhias financeiras com maior concentração de controle acionário estão propensas a altos problemas de agência e utilizam a distribuição de dividendos para mitigá-los (Morgan, 2000).

A Estabilidade da Política de Dividendos (EPD) não apresentou significância estatística, contrariando estudos anteriores, no setor financeiro (Weber, 2008) e em estudos que excluíram o setor financeiro (Futema, Basso & Kayo, 2009; Vancin & Procianoy, 2016; Zagonel, Terra & Pasuch, 2018). A literatura internacional também indica que as instituições se preocupam em manter uma política de dividendos estável, a fim de evitar a sinalização negativa ao mercado (Acharya et al., 2016; D’Udekem, 2014). Podemos dizer que esta é uma peculiaridade das empresas brasileiras em função do ambiente macroeconômico variável ao longo dos anos.

Analisando os resultados dos estudos listados na tabela 2 deste artigo, que lista estudos da literatura nacional recente que excluíram o setor financeiro das amostras, pode-se observar algumas semelhanças e outras diferenças em relação aos resultados desta pesquisa. As principais semelhanças estão na utilização dos dividendos para mitigar os conflitos de agência (Martins & Famá, 2012), na influência da tributação na política de dividendos (Martins & Famá, 2012; Zagonel, Terra & Pasuch, 2018) e nos resultados de Holanda e Coelho (2012), que verificaram efeito negativo no ROE e positivo na concentração. As principais diferenças estão nos outros resultados a cerca dos fatores determinantes e nos estudos que identificaram que a distribuição de dividendos do período é influenciada pela distribuição no período anterior (Futema, Basso & Kayo, 2009; Vancin & Procianoy, 2016; Zagonel, Terra & Pasuch, 2018), o que não se confirmou na presente pesquisa.

Adicionalmente, verificou-se nos testes de robustez deste artigo, que os fatores determinantes são sensíveis tanto ao método, quanto às subamostras analisadas. Observou-se que os fatores determinantes não são constantes no tempo, variam de acordo com o cenário econômico ou tributário, e também ao tipo de amostra, sugerindo que a política de dividendos é adaptável a diversas realidades amostrais, econômicas e situacionais.

Para pesquisas futuras, sugere-se verificar se as bonificações de ações aos acionistas interferem na política de dividendos. Sugere-se também investigar se a relação da variável Concentração de Controle Acionário (CONC) se altera quando os acordos de acionistas são considerados na métrica dessa variável. Devido a dificuldade de encontrar dados confiáveis a respeito dos participantes do bloco de maiores acionistas, não foi possível identificar a ocorrência desses acordos na amostra. Como se sabe que há acordos de acionistas em algumas instituições financeiras brasileiras, considera-se que a sua não identificação é uma limitação desta pesquisa e pode ter interferido nos resultados.

Outra limitação de pesquisa está relacionada com a possibilidade de haver problemas de endogenia, que podem gerar vieses na estimação dos parâmetros das variáveis, como vieses de variáveis omitidas ou decisões

de negócios simultâneas (Forti, Peixoto & Alves, 2015). Tentou-se mitigar o viés de variáveis omitidas, por meio da revisão da literatura teórica e empírica de dividendos e também por meio da estimação de dados em painel com efeitos fixos, que controla a heterogeneidade individual das companhias, aliviando o efeito fixo nas outras variáveis (Nikolaev & Van Lent, 2005). No que se refere à simultaneidade de causa e efeito, procurou-se mitigar potenciais problemas entre as variáveis ROE e *payout*, por meio da utilização do ROE com base no patrimônio líquido do período anterior, não afetado, portanto, pelos dividendos do período. Contudo, a falta de métodos estatísticos definitivos para a identificação de causalidade reversa entre variáveis, reconhecida por Nikolaev e Van Lent (2005), é uma limitação metodológica desta pesquisa.

6. Agradecimentos

Os autores agradecem os comentários do revisor anônimo, do editor Paulo Renato Soares Terra e dos participantes do XXI SEMEAD - 2018.

Referências

- Abreu, J. F. & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance* **22**(1): 54–65.
- Acharya, V., Le, H. T. & Shin, H. S. (2016). Bank Capital and Dividend Externalities. *Review of Financial Studies* **30**(3): 988–1018.
- Assaf Neto, A., Lima, F. G. & Araújo, A. M. P. de. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do Custo de Capital no Brasil. *Revista de Administração* **43**: 72-83.
- Athari, S. A., Adaoglu, C. & Bektas, E. (2016). Investor Protection and Dividend Policy: The Case of Islamic and Conventional Banks. *Emerging Markets Review* **26**: 100-117.
- Banco Central do Brasil (2019a). Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em 29/10/2019.
- Banco Central do Brasil (2019b). Disponível em https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Apresentacao_Sergio_Odilon_Coletiva_Basileia_III-1-3-2012.pdf. Acesso em 29/10/2019.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics* **10**(1): 259–270.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* **2**(2): 5–8.
- Collins, M. C., Blackwell, D. W. & Sinkey Jr, J. F. (1994). Financial Innovation, Investment Opportunities, and Corporate Policy Choices for Large Bank Holding Companies. *Financial Review* **29**(2): 223-236.
- Colombo, J. A. & Caldeira, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance* **50**: 402–423.
- D’Udekem, B. (2014). *Dividend Persistence and Equity Agency Costs in Banking: Evidence from the Financial Crisis*. Working Paper. Solvay Brussels School Economics & Management, Bruxelas.
- Decourt, R. F. (2009). *O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa*. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Decourt, R. F. & Procianoy, J. L. (2012). *O Processo Decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs*. *Revista Brasileira de Finanças* **10**(4): 461–498.

- Diamond, D. W. & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs , Deposit Insurance , and Liquidity. *Journal of Political Economy* **91**(1): 401–419.
- Dickens, R. N., Casey, K. M. & Newman, J. a. (2002). Bank Dividend Policy: Explanatory Factors. *Quarterly Journal of Business and Economics* **41**(1): 3–12.
- Easterbrook, B. F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Association* **74**(4): 650–659.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* **60**(1): 3–43.
- Ferreira, J. H. L. (2016). *A diversificação das receitas bancárias: seu impacto sobre o risco e o retorno dos bancos brasileiros*. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Ferreira Junior, W. O., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L. & Bastos, D. D. (2010). Evidências Empíricas dos Fatores Determinantes das Políticas de Dividendos das Firms Listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa* **13**(2): 190–203.
- Fonteles, I., Júnior, C., Vasconcelos, A. C. & De Lucca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista* **23**(85): 173–204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M. & Alves, D. L. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças* **26**(68): 167–180.
- Forti, C. & Schiozer, R. F. (2015). Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. *Journal of Banking and Finance* **56**:1–11.
- Futema, M. S., Basso, L. F. C. & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças* **20**(49): 44–62.
- Gonzaga, R. P. & Costa, F. M. (2009). A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, **20**(50): 95–109.
- Good, P. I. & Hardin, J. W. (2012). Common errors in statistics (and how to avoid them). JohnWiley & Sons.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *American Finance Association* **18**(2): 264–272.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. Bookman.
- Heineberg, R. & Procianoy, J. L. (2003). *Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na BOVESPA*. *Anais Do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças* **1**.
- Hirtle, B. (2014). Bank Holding Company Dividends and Repurchases during the Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* **666**.
- Hoch, V. D. (2017). *Juros sobre capital próprio: os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas*. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Holanda, A. P. & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas* **52**(4): 448–463.

- Kauko, K. (2012). *Why Is Equity Capital Expensive for Banks? Bank of Finland Research Discussion Paper*, Helsinki.
- Lepetit, L., Meslier, C. & Wardhana, L. I. (2017). *Reducing agency conflict through bank dividend payout decisions : the role of opacity and ownership structure. Applied Economics* **49**: 4999-5026.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Association* **46**(2): 97–113.
- Lusk, E. J., Halperin, M. & Heiling, F. (2011). A note of power differentials in data preparation between trimming and winsorizing. *Business Management Dynamics* **1**(2): 23–31.
- Martins, A. I. & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas* **52**(1): 24–39.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* **34**(1): 411–433.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E. & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração* **47**(4): 671–682.
- Morgan, D. P. (2000). Rating Banks : Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. *American Economic Review* **92**(4): 874–888.
- Nikolaev, V. & Van Lent L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review* **14**(4): 677-724.
- Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P. & Torluccio, G. (2015). Ceo power, government monitoring, and bank dividends. *Journal of Financial Intermediation* **27**: 89-117.
- Pennachi, G. & Santos, J. A. C. (2018). Why Do Banks Target ROE? Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics. Disponível em <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2018/10/why-do-banks-target-roe.html>. Acesso em 21/12/2018.
- Procianoy, J. L. (1994). *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Procianoy, J. L. (2006). *Gestão de Investimentos e Fundos*. Rio de Janeiro: Financial.
- Procianoy, J. L., Vancin, D. F. & Voelcker, G. M. (2016). *Uma Análise das Variáveis Dependentes no Estudo dos Determinantes da Política de Dividendos*. Disponível em <http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/153772>. Acesso em 21/12/2018.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. & Lamb, R. (2013). *Fundamentos de Administração Financeira*. AMGH Editora Ltda.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* **5**(3): 249-259.
- Silva, A. O. & Dantas, J. A. (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade* **5**(4): 43–63.
- Theis, J. & Dutta, A. S. (2009). Explanatory factors of bank dividend policy: revisited. *Managerial Finance* **35**(6): 501–508.

- Valor (2018). Disponível em <https://www.valor.com.br/financas/5459915/bc-quatro-bancos-respondem-por-785-das-operacoes-de-credito-em-2017>. Acesso em 21/12/2018.
- Vancin, D. & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças* **14**(1): 89–123.
- Weber, R. A. (2008). *Política de Dividendos no Setor Bancário Brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Wickboldt, L. (2011). *A Crise Financeira Mundial de 2008 e seu Impacto na Política de Dividendos das Companhias Brasileiras*. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Wooldridge, J. M. (2014). *Introdução à Econometria*. Cengage Learning.
- Zagonel, T., Terra, P. R. S. & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal* **53**(3): 304–323.