

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

MARIANA LANNER DE ARAUJO SIMON

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL:
As instituições financeiras são diferentes?**

**São Leopoldo
2018**

MARIANA LANNER DE ARAUJO SIMON

POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL:

As instituições financeiras são diferentes?

Dissertação de mestrado apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

Coorientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

São Leopoldo

2018

CIP – Catalogação na Publicação

S595p Simon, Mariana Lanner de Araújo
Política de dividendos no Brasil: As instituições financeiras são diferentes? / Mariana Lanner de Araújo Simon. -- 2018.
100 f. : il. : 30cm.

Dissertação (Mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2018.

Orientador: Roberto Frota Decourt.

Coorientador: Jairo Laser Procianoy

1. Política de dividendos. 2. Payout. 3. Fatores determinantes. 4. Grupos amostrais. 5. Instituições financeiras. I. Decourt, Roberto Frota, orient. II. Procianoy, Jairo Laser, Coorient. III. Título.

CDU 658.1

MARIANA LANNER DE ARAUJO SIMON

POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL:

As instituições financeiras são diferentes?

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Francisco A.M. Zanini – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Prof. Dr. João Zani - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura - Universidade Presbiteriana Mackenzie

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, por me dar saúde e força de vontade para concluir essa etapa tão importante na minha vida.

Agradeço muito ao meu querido marido Davi, que sempre me incentivou, me deu força e me inspirou a correr atrás dos meus objetivos. A família Simon, que é tão especial e sempre torce pelas nossas realizações.

À minha família, que mesmo em momentos de dificuldades, sempre incentivou e valorizou o estudo. Agradeço especialmente à minha mãe, sempre forte e dedicada, pelo incentivo e apoio incansáveis em todos os momentos da minha vida. À minha irmã, que compartilha todos os momentos comigo e me entende melhor que ninguém.

Agradeço aos meus amigos e familiares que compreenderam as minhas ausências.

À Capes e à Unisinos, pela oportunidade de cursar um mestrado de excelência como bolsista. Ao BRDE, por flexibilizar o meu horário de trabalho para que eu pudesse cumprir meus compromissos na universidade.

Agradeço ao professor Jairo, pelo tempo e atenção dedicados ao desenvolvimento da minha pesquisa, contribuindo efetivamente para o meu desenvolvimento nas atividades acadêmicas. Agradeço também ao professor Roberto, que assumiu a minha orientação no final do curso.

Agradeço a todos os professores do PPG, que estimulam e instigam os alunos na busca constante do conhecimento.

Enfim, a todos que me incentivaram e me inspiraram de alguma forma, muito obrigada!

RESUMO

Este estudo visa a analisar os fatores determinantes da política de dividendos de dois grupos amostrais, o grupo composto por instituições financeiras e o grupo composto pelas demais companhias, que corresponde aos demais setores da economia. O objetivo é verificar se as instituições financeiras são diferentes das demais companhias em se tratando dos determinantes da política de dividendos. Utilizou-se o método Tobit com dados em painel desbalanceado em uma amostra de companhias abertas brasileiras listadas na B3 no período de 2000 a 2016, totalizando 3.167 observações. Os resultados sugerem que os fatores determinantes da política de dividendos influenciam de maneira diferente os dois grupos amostrais. Todas as variáveis de interesse do modelo influenciam o *payout* do grupo das demais companhias, enquanto apenas a estabilidade da política de dividendos (EPD) influencia o *payout* das instituições Financeiras na maioria das especificações desta pesquisa. A variável EPD combinada ao fato de a companhia ser instituição financeira apresenta efeito diferencial negativo no *payout*. Isso indica que o efeito dessa variável em relação ao *payout* é significativamente maior para as demais companhias do que para as instituições financeiras e reforça que, pelo menos no que se refere a esse fator, os grupos amostrais são de fato diferentes. No entanto, ao se comparar os resultados dos grupos amostrais com a amostra completa, observa-se que os resultados do grupo das demais companhias são semelhantes aos da amostra completa, em termos de sinal e significância estatística dos coeficientes das variáveis. Dessa forma, os resultados sugerem que a exclusão das instituições financeiras dos estudos sobre política de dividendos não acarreta alterações significativas nos resultados das estimações. Adicionalmente, para verificar a sensibilidade dos resultados ao período de análise, o período completo foi segmentado em cinco subperíodos definidos em função da variação dos cenários da economia brasileira. Verificou-se razoável variação nos fatores determinantes dependendo do subperíodo analisado, indicando que cenários econômicos distintos podem influenciar a política de dividendos dos grupos amostrais diferentemente e que os fatores determinantes não são constantes no tempo.

Palavras-chave: Política de dividendos. *Payout*. Fatores determinantes. Grupos amostrais. Instituições financeiras.

ABSTRACT

This study aims to analyze the determinant factors of the dividend policy of two sample groups being the first comprised of financial institutions and the second by all of the remaining publicly traded companies. This analysis is carried out in order to verify whether financial institutions are different from all of the other companies in terms of dividend policy's determinants. Through Tobit Models with unbalanced panel data, this study has analyzed the Brazilian publicly traded firms listed in B3 between the years 2000 and 2016, totaling 3,167 firm-year observations. The results suggest that the main determinants of the dividend policy reported in the literature influence the dividend policy of the two sample groups differently. All of the variables of interest considered in the main econometric model have influenced the payout of the non-financial companies, while only the stability of the dividend policy (EPD) has influenced the payout of financial institutions in the majority of the specifications of this research. The EPD variable combined with the fact that the company is a financial institution has a negative differential effect on its payout. This indicates that the effect of this variable on payout has been significantly greater for the non-financial companies than for financial institutions, thus reinforcing that, at least in what refers to this factor, the sample groups are in fact different. However, by comparing the results of regressions of the sample groups to regressions estimated for the complete sample, it can be observed that the results of non-financial companies are similar to those of the complete sample in terms of signal and statistical significance of the variables' coefficients. Thus results suggest that the exclusion of financial institutions from studies on dividend policy has not result in significant changes in the econometric estimations. In order to verify the sensitivity of results to the chosen period of analysis, the complete period has been segmented into five subperiods chosen according to variations of the Brazilian economic scenario. There was a reasonable variation in the determinant factors depending on the analyzed subperiods, indicating that different economic scenarios can influence the dividend policy of the sample groups differently, and that determinant factors are not constant in time.

Keywords: Dividend policy. Payout. Determinant factors. Sample groups. Financial institutions.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução do <i>payout</i> médio por grupo amostral	68
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo dos estudos empíricos – fatores determinantes	33
Tabela 2: Composição dos setores da B3 e separação dos grupos de amostras	44
Tabela 3: Composição dos grupos de amostra nos períodos pesquisados.....	45
Tabela 4: Divisão do período completo em subperíodos	47
Tabela 5: Descrição das variáveis do modelo econométrico.....	60
Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis - amostra completa - antes do tratamento dos <i>outliers</i>	66
Tabela 7: Estatística descritiva das variáveis - amostra completa - depois do tratamento dos <i>outliers</i>	67
Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis por grupo de amostra	68
Tabela 9: Matriz de correlação das variáveis	69
Tabela 10: Modelo Tobit - Período Completo - 2000 a 2016	70
Tabela 11: Modelo Tobit - Subperíodo 1 - 2000 a 2003	76
Tabela 12: Modelo Tobit – Subperíodo 2 – 2004 a 2006.....	78
Tabela 13: Modelo Tobit - Subperíodo 3 - 2007 a 2009	79
Tabela 14: Modelo Tobit - Subperíodo 4 - 2010 a 2013	81
Tabela 15: Modelo Tobit - Subperíodo 5 - 2014 a 2016	83
Tabela 16: Modelo GEE - Período completo - 2000 a 2016	86
Tabela 17: Modelo Tobit – Período Completo - 2000 a 2016 – Setor Financeiro e Outros	88
Tabela 18: Modelo Tobit – Período Completo - 2000 a 2016 – Payouts iguais a zero ajustados	90

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....	10
1.2	OBJETIVO GERAL	11
1.3	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA	11
2	REVISÃO DE LITERATURA E CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES.....	14
2.1	REVISÃO TEÓRICA	14
2.1.1	Irrelevância dos Dividendos	14
2.1.2	Relevância dos Dividendos e a Teoria do “Pássaro na Mão”	15
2.1.3	Sinalização e Estabilidade da Política de Dividendos	17
2.1.4	Teoria de Agência	20
2.1.5	Teoria Residual	23
2.2	ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS	24
2.2.1	Estudos Empíricos em Companhias Não Financeiras	24
2.2.2	Estudos Empíricos em Instituições Financeiras	27
2.2.3	Estudos Empíricos em Instituições Financeiras e Não Financeiras	31
2.3	LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	34
2.3.1	Dividendo Mínimo Obrigatório	34
2.3.2	Juros sobre o Capital Próprio	35
2.3.3	Regulamentação Bancária	37
2.4	CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES.....	38
3	METODOLOGIA	40
3.1	COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	40
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	41
3.3	SELEÇÃO DOS GRUPOS DE AMOSTRAS	43
3.4	PERÍODO COMPLETO E SEPARAÇÃO EM SUBPERÍODOS	46
3.5	DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	47
3.5.1	Variável dependente	48
3.5.2	Variáveis independentes	49
3.5.2.1	<i>Variáveis de interesse</i>	49
3.5.2.2	<i>Variáveis de controle</i>	55

3.6	MODELO ECONOMÉTRICO	61
3.7	TÉCNICAS DE ESTIMAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS	63
3.7.1	Dados em Pannel	63
3.7.2	Método Tobit	64
3.7.3	Tratamento dos <i>outliers</i>	64
4	RESULTADOS.....	66
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS.....	66
4.2	MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS	69
4.3	RESULTADOS DAS REGRESSÕES TOBIT	70
4.3.1	Análise das Regressões Tobit no período completo	70
4.3.2	Análise das Regressões Tobit nos subperíodos.....	76
4.4	TESTES DE ROBUSTEZ	85
4.4.1	Método Generalized Estimating Equations (GEE)	85
4.4.2	Setor Financeiro e Outros.....	87
4.4.3	Observações com <i>Payout</i> igual a zero	89
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
	REFERÊNCIAS.....	95

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A política de dividendos, em conjunto com a política de investimento e de financiamento, compõe o ecossistema das finanças corporativas. Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) apresentaram evidências de que as decisões de política de dividendos têm implicações nas decisões de financiamento e investimento, assim como no gerenciamento de riscos das companhias. Um entendimento maior sobre as decisões de política de dividendos pode ajudar a compreender outras questões financeiras das companhias, considerando que o volume de dividendos distribuído pode influenciar a alavancagem, o volume de investimentos e de caixa disponíveis (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Há uma extensa literatura acerca da política de dividendos, formada por diversas proposições teóricas, tais como teoria de agência, sinalização e teoria do “pássaro na mão”. Essa literatura é composta por diversos estudos empíricos que analisam os fatores determinantes da política de dividendos. Observa-se, contudo, que desde o estudo de Lintner (1956), a literatura não convergiu para um consenso sobre quais são os fatores que determinam as decisões sobre a distribuição de dividendos das companhias.

Verifica-se que diversos autores que pesquisam política de dividendos excluem as instituições financeiras das suas amostras. O elevado grau de regulamentação do sistema financeiro e os níveis diferenciados de alavancagem são algumas das justificativas encontradas na literatura para a exclusão do setor financeiro dos estudos sobre o tema (WEBER, 2008). Uma vez que a mercadoria das instituições financeiras é o próprio dinheiro, essas instituições podem ser mais sensíveis às condições de mercado, tais como variações na taxa de juros, pressões inflacionárias e variações no volume de operações de crédito (CARVALHO, 2003).

A existência de particularidades que dificultam a pesquisa conjunta das instituições financeiras com as demais companhias não é acompanhada de justificativas teóricas consistentes para a exclusão do setor financeiro nas pesquisas observadas. Acredita-se que as peculiaridades das instituições financeiras possam não ser suficientes para determinar uma política de dividendos diferente das demais companhias.

Além disso, as instituições financeiras são participantes relevantes no mercado de capitais, sendo parte de um dos setores que mais distribuem dividendos no Brasil

(FONTELES *et al.*, 2012; SILVA; DANTAS, 2015). Portanto, entende-se que a exclusão do setor financeiro das pesquisas possa limitar o entendimento sobre o tema.

Tendo em vista que conhecer as diferenças nos fatores que determinam a política de dividendos das instituições financeiras em relação às demais companhias é importante para ampliar o conhecimento sobre o tema, elabora-se a seguinte questão problema desta pesquisa: **os fatores determinantes da política de dividendos influenciam de maneira diferente a política de dividendos das instituições financeiras, em relação às demais companhias brasileiras?**

A verificação desse problema de pesquisa tem como base as principais teorias sobre o tema e as regularidades reportadas na literatura empírica, nacional e internacional, no que se refere aos fatores determinantes da política de dividendos. Contudo, esta pesquisa propõe-se a verificar se há diferenças significativas nos fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras que justifiquem a recorrente exclusão dessas instituições das pesquisas sobre o tema.

1.2 OBJETIVO GERAL

Como base no problema de pesquisa proposto, esta dissertação tem como objetivo verificar se os fatores determinantes da política de dividendos influenciam de maneira diferente a política de dividendos das instituições financeiras, em relação às demais companhias brasileiras.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

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 setor financeiro. Conseqüentemente, o equilíbrio do setor financeiro do país colabora com o seu desempenho econômico 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.

As instituições financeiras brasileiras têm um alto nível de regulação e são consideradas uma importante opção de alocação de recursos para os investidores. Fonteles *et al.* (2012) destacaram que o setor financeiro é o que mais distribui lucros no Brasil,

representando quase 25% do Índice Dividendos da B3¹(IDIV) em 2010. Atualmente, das 32 companhias que compõem o IDIV, 5 são bancos, representando aproximadamente 16% (BM&FBovespa, 2017). O objetivo do IDIV é medir o desempenho médio das cotações dos ativos que se destacam em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio.

Apesar da importância do setor financeiro no desempenho econômico do país e no mercado de capitais, conforme descrito anteriormente, é recorrente a exclusão do setor nas pesquisas de política de dividendos. A maioria dos autores exclui o setor financeiro das pesquisas alegando haver algumas diferenças nas empresas do setor que dificultam a análise em conjunto com os outros setores, como a característica de alta alavancagem dos bancos e o nível mínimo de capital recomendado pelos órgãos reguladores do Sistema Financeiro Nacional. No entanto, acredita-se que as características diferentes das instituições financeiras não justifiquem a exclusão dessas companhias nas pesquisas de política de dividendos.

Considera-se que a ocorrência de bancos no grupo das companhias com maiores níveis de pagamento de dividendos no Brasil (IDIV) justifica a inclusão do setor financeiro nas pesquisas sobre o tema. Além disso, cabe salientar a importância de se conhecer as diferenças do setor e os motivos que levam a sua recorrente exclusão nos estudos de política de dividendos. Em consequência, amplia-se a compreensão sobre as decisões de política de dividendos e ressalta-se sua importância para a continuidade dos estudos acadêmicos sobre o tema, assim como para os gestores financeiros e investidores do mercado de capitais brasileiro, para os quais a destinação dos lucros é uma informação relevante.

Como justificativa para esta pesquisa, considera-se a escassez de evidências a respeito das diferenças nos fatores que determinam a política de dividendos das instituições financeiras brasileiras e a verificação se esses fatores são efetivamente diferentes dos que determinam a política de dividendos das demais companhias.

Observa-se que poucos estudos sobre política de dividendos analisam a totalidade de companhias abertas, incluindo o setor financeiro. Fonteles *et al.* (2012) relacionaram os principais fatores condicionantes da política de dividendos das companhias integrantes do IDIV, contendo empresas do setor financeiro no grupo de empresas que compõem o referido Índice. Baker, Veit e Powell (2001) realizaram uma pesquisa *survey* com 188 gestores de empresas, dos setores financeiro e não financeiro, listadas na bolsa de valores norte-americana

¹ B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão: é a nova denominação dada à bolsa de valores brasileira, em março de 2017, resultante da combinação das atividades da BM&FBovespa com a Cetip (maior depositária de títulos privados de renda fixa da América Latina).

Nasdaq, que pagaram dividendos em 1996 e 1997. Weber e Procianoy (2009) realizaram um estudo exploratório, comparando as evidências encontradas em instituições financeiras de capital aberto e fechado, no período de 2001 a 2006, com as companhias abertas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) analisadas por Heineberg e Procianoy (2003) no período de 1994 a 2000, com a finalidade de responder se os bancos são diferentes das demais companhias no que se refere à política de dividendos.

A presente pesquisa propõe a continuidade do estudo de Weber e Procianoy (2009), porém em um período amplo e único, com uma amostra composta somente por companhias abertas e uma metodologia de pesquisa diferente, buscando um maior poder explicativo para a questão levantada pelos autores. Os autores procuraram responder à questão se os bancos são diferentes em se tratando da política de dividendos. Além de considerar a totalidade das companhias abertas brasileiras, a presente pesquisa analisa um extenso período de tempo, controlado por subperíodos com características de instabilidade ou estabilidade econômica no país. Para fins comparativos entre o grupo da amostra de instituições financeiras e o grupo das demais companhias, o foco da investigação é a existência de um efeito diferencial, reportado na literatura, mas pouco evidenciado, entre esses grupos amostrais.

2 REVISÃO DE LITERATURA E CONSTRUÇÃO DASHIPÓTESES

A revisão de literatura a seguir aborda as teorias clássicas sobre a política de dividendos e, posteriormente, os principais estudos empíricos relacionados à determinação da política de dividendos de companhias financeiras e não financeiras.

2.1 REVISÃO TEÓRICA

2.1.1 Irrelevância dos Dividendos

Graham e Dodd (1934) pesquisaram se os preços das ações teriam uma relação direta com os ganhos de capital e os dividendos. Os autores fizeram uma pesquisa teórica sobre o tema, porém não apresentaram dados para apoiar os resultados reportados. Dobrovolsky (1951) investigou os fatores que determinavam a retenção de lucros das empresas e identificou que os dividendos pagos no período anterior tinham implicações consideráveis na distribuição dos dividendos do período corrente. Como era de se esperar, a relação da distribuição de dividendos com a retenção de lucros das companhias é inversa, ou seja, menos dividendos distribuídos estão associados com retenções de lucros mais altas.

Lintner (1956) entrevistou 28 executivos de grandes companhias americanas e identificou que o lucro projetado era o principal determinante para as decisões de política de dividendos das companhias pesquisadas. O autor identificou que as decisões referentes à distribuição de lucros eram tomadas antes das decisões de retenção de lucros, o que indica a intenção dos executivos em manter uma política de dividendos bem definida e relativamente estável.

Gordon (1959) avaliou a relação dos dividendos e dos ganhos de capital com o preço das ações de companhias em quatro setores diferentes no período de dois anos. O autor reconheceu a importância da política dos dividendos para os investidores, salientando a sua relevância para o valor de mercado das companhias.

A partir do estudo seminal de Miller e Modigliani (1961), as teorias relacionadas à política de dividendos ganharam notoriedade acadêmica. Os autores apresentaram um contraponto aos estudos anteriores por meio de um modelo teórico que prevê a irrelevância dos dividendos no valor de mercado das companhias. Esse modelo requer um conjunto de pressupostos rigorosos, tais como a inexistência de impostos, de assimetria de informação e de custos de transação, que caracterizam um mercado perfeito.

No modelo proposto por Miller e Modigliani (1961), as decisões sobre a política de dividendos e de financiamentos não têm impacto sobre o valor de mercado das companhias, ou seja, os dividendos são irrelevantes para determinar o valor das companhias. O principal argumento apresentado pelos autores é que o pagamento de dividendos é irrelevante para o investidor, uma vez que este pode fazer a sua política de dividendos por conta própria, por meio da venda de ações. Como o modelo tem como premissa a inexistência de impostos, o recebimento de retornos mediante a venda de ações ou sob a forma de dividendos seria matematicamente equivalente para o investidor. De acordo com esse modelo, as decisões de investimentos e o retorno obtido com esses investimentos exercem influência no valor das companhias e a política de dividendos não.

Mesmo considerando que as restrições elencadas na hipótese de mercado perfeito não sejam condizentes com a realidade, o modelo teórico de irrelevância dos dividendos foi fundamental para a geração de discussões relevantes, pois fomentou o desenvolvimento de pesquisas acadêmicas relacionadas a distribuição dos lucros das companhias. Os resultados empíricos reportados por Black e Scholes (1974) não indicaram relação significativa entre os rendimentos recebidos pelo investidor sob a forma de dividendos (*dividend yield*) e o valor das ações da companhia, em linha com a hipótese da irrelevância dos dividendos.

No entanto, diversos estudos posteriores contrariam a hipótese de irrelevância dos dividendos, evidenciando que as decisões sobre a política de dividendos das companhias têm efeito no valor das suas ações (BLACK, 1976; LOSS; SARLO NETO, 2003; WICKBOLDT, 2011). Na literatura do setor financeiro também prevalece a observação empírica do pressuposto da relevância dos dividendos (ABREU; GULAMHUSSEN, 2013; D'UDEKEM, 2014, LEPETIT *et al.*, 2018), com alguns poucos casos, como o do estudo de Silva e Dantas (2015), que corroboraram a hipótese de irrelevância dos dividendos sobre o valor de mercado das instituições financeiras brasileiras.

2.1.2 Relevância dos Dividendos e a Teoria do “Pássaro na Mão”

O modelo teórico apresentado por Miller e Modigliani (1961) adota diversos pressupostos que flagrantemente não condiziam com o mercado de capitais norte-americano da época. A existência de tributação sobre dividendos e ganhos de capital, a assimetria informacional, a impossibilidade de contratos completos e a existência de custos de transação são algumas das imperfeições de mercado elencadas por Lintner (1962) e Gordon (1963), em crítica ao modelo de irrelevância dos dividendos. Lintner (1962) e Gordon

(1963)desenvolveram a teoria da relevância dos dividendos, explorando as consequências econômicas dessas imperfeições de mercado para as empresas. Os autores argumentam que a política de dividendos exerce influência direta no valor das ações das companhias, tendo em vista a impossibilidade de existir um mercado perfeito. Esses estudos considerados clássicos fundamentam as demais teorias relacionadas à relevância dos dividendos.

Gordon (1963) destaca a aversão ao risco dos investidores no que diz respeito à incerteza de um recebimento futuro como a principal justificativa para a relevância da política de dividendos. Gordon (1963) denomina de teoria do “pássaro na mão”, a preferência dos investidores por receber dividendos o quanto antes. O autor sugere que os investidores são geralmente avessos ao risco e preferem um dividendo efetivamente pago a um ganho de capital futuro e incerto. Bhattacharya (1979), por outro lado, classifica a teoria do “pássaro na mão” como uma falácia, uma vez que, nos países em que os dividendos são tributados a uma taxa maior que o ganho de capital, como no caso dos Estados Unidos, seria matematicamente preferível receber ganhos de capital futuros, em vez de dividendos correntes.

Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) examinaram a literatura empírica sobre a política de dividendos das duas décadas anteriores a sua pesquisa, dando continuidade à pesquisa *survey* de Allen e Michaely (2003), que analisava a literatura desde a teoria de irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961), até os pressupostos que relaxaram as restrições impostas pela hipótese de mercado perfeito. Relacionando os resultados empíricos com as teorias clássicas sobre o tema, a *survey* de Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) verificou que os impostos, as informações assimétricas, as possibilidades de contratos incompletos e os custos de transação tornam as decisões sobre a política de dividendos relevantes para o valor de mercado das companhias, confirmando as evidências reportadas por Allen e Michaely (2003) e as proposições teóricas de Lintner (1962) e Gordon (1963).

Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) identificaram avanços nas últimas duas décadas pesquisadas, com relação aos efeitos da tributação na política de dividendos e aos pressupostos teóricos de agência e sinalização nos estudos sobre o tema. Entretanto, a principal mudança destacada pelos autores em relação a *survey* de Allen e Michaely (2003), foi o aumento da utilização das recompras de ações como forma de distribuir os lucros no mercado norte-americano nos últimos dez anos pesquisados. Isso se deve à vantagem tributária que as recompras de ações tem sobre os dividendos nos Estados Unidos, onde os dividendos são tributados e os ganhos de capital não.

Decourt (2009) destaca que, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, a distribuição de lucros por meio da recompra de ações não é vantajosa no Brasil, onde o ganho de capital é tributado e os dividendos não são. Decourt (2009) fez um amplo questionário com os executivos de companhias abertas brasileiras, com o objetivo de conhecer o processo decisório relacionado à distribuição de lucros das companhias. A maioria dos executivos questionados considera a política de dividendos como uma ferramenta de criação de valor de mercado para a companhia, em consonância com a proposição teórica da relevância dos dividendos.

Observa-se que a maioria das evidências relatadas nos estudos brasileiros sobre o tema está associada à escola da relevância dos dividendos (ABREU, 2002; PROCIANOY; VERDI, 2003, WEBER, 2008; FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010; DECOURT; PROCIANOY, 2012).

2.1.3 Sinalização e Estabilidade da Política de Dividendos

Antes mesmo do estudo seminal de Miller e Modigliani (1961), Lintner (1956) observou regularidade empírica representada pela preferência dos acionistas por níveis de distribuição de dividendos razoavelmente estáveis. Ao entrevistar 28 executivos das maiores companhias americanas da época, o autor relacionou a estabilidade dos dividendos com a obtenção de um julgamento favorável por parte dos investidores, uma vez que reduções no valor da distribuição dos dividendos podem sinalizar que os dividendos correntes não sejam sustentáveis a longo prazo. Uma das premissas de Lintner (1956) é que os gestores relutam em alterar a política de dividendos em razão da sinalização implícita que essa alteração poderia dar aos investidores. As decisões sobre a distribuição de dividendos tomadas pelos administradores podem desempenhar um papel sinalizador em relação à geração dos lucros futuros das companhias e, conseqüentemente, ao seu valor de mercado. Miller e Modigliani (1961) também destacaram o papel dos dividendos como conteúdo informacional, reconhecendo a sua importância como sinalizadores de mudanças na expectativa de resultados das companhias.

Bhattacharya (1979) argumenta que os investidores externos têm informações imperfeitas sobre a rentabilidade das empresas e que os dividendos são sinalizadores da geração dos fluxos de caixa futuros. Segundo o autor, o fato das empresas continuarem pagando dividendos em países onde há desvantagem fiscal em relação ao ganho de capital demonstra uma preocupação efetiva com o efeito sinalizador dos dividendos.

Tendo em vista a existência de informações assimétricas sobre a rentabilidade das empresas, os dividendos mostram-se como um sinal para os fluxos de caixas futuros esperados pelos investidores, conforme verificado na *survey* realizada por Baker & Powell (1999). Segundo os autores, a mudança nas expectativas dos investidores provocada pela alteração nos níveis de distribuição de dividendos impacta o valor das ações das companhias.

Nos países desenvolvidos, observa-se uma tendência a se manter uma estabilidade no nível de pagamentos de dividendos em períodos consecutivos, em termos de valor monetário absoluto (LINTNER, 1956; DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002). Nos mercados emergentes, a literatura apresenta algumas evidências no sentido oposto, ao constatar que os dividendos pagos no ano anterior não exercem influência sobre os valores pagos em dividendos do ano corrente, o que indica uma maior instabilidade da política de dividendos nesses países (GLEN *et al.*, 1995). No entanto, Heineberg e Procianny (2003) observaram uma consistência no valor dos proventos pagos aos acionistas no ano em comparação aos proventos pagos no ano anterior nas companhias abertas brasileiras, em linha com a tendência de estabilidade da política de dividendos, reportada nos países desenvolvidos.

Loss e Sarlo Neto (2003) verificaram estudos empíricos internacionais que regem a política de dividendos sob as principais perspectivas teóricas reportadas na literatura: sinalização, agenciamento, preferência tributária e efeito clientela. Os autores sugerem que o efeito sinalizador dos dividendos é considerado pela administração quando esta estabelece sua política de dividendos, indicando que os administradores se preocupam com os sinais contidos nas decisões de distribuição de dividendos e procuram evitar cortes.

Vancin e Procianny (2016) destacam que as empresas brasileiras tendem a pagar dividendos acima do montante mínimo exigido por Lei no Brasil. Essa tendência pode ocorrer em função da sinalização de bons resultados futuros da empresa para o mercado, mas também pode indicar que a empresa não possui projetos nos quais os recursos poderiam ser aplicados.

Alguns investidores demonstram sua preferência por dividendos estáveis por meio da alocação de recursos em ações de empresas que paguem dividendos regularmente e de forma previsível, pois essas ações possibilitam a remuneração periódica do montante investido. Essas ações são conhecidas no Brasil como “ações de viúvas” por pagarem dividendos mensalmente, visando ao retorno regular dos seus investidores (PROCIANNOY, 2006).

Comumente, as ações de instituições financeiras têm essa característica de pagar dividendos regularmente. Nesse sentido, Athari, Adaoglu e Bektas (2016) identificaram que os bancos costumam manter uma política de dividendos estável e que a preocupação em manter a estabilidade é verificada mesmo durante períodos de crises financeiras. Hirtle (2014)

analisou a estabilidade no pagamento de dividendos e nas recompras de ações de grandes *holdings* bancárias dos Estados Unidos durante a recente crise financeira de 2008. O autor observou que essas instituições mantiveram o nível de distribuição de dividendos, mesmo enquanto o mercado financeiro mundial estava em condições precárias, apesar de ocorrer drásticas reduções no volume de recompras de ações no início da crise.

D'Udekem (2014) também identificou que a propensão em manter o nível de pagamento de dividendos estável prevaleceu nos bancos norte-americanos durante a crise financeira de 2007-09. Isso pode ser justificado pelo fato de que reduções no pagamento dos dividendos são geralmente associadas a uma reação negativa no preço das ações e podem ser vislumbrados como um sinal de baixa nos lucros futuros, o que corrobora a teoria da sinalização dos dividendos.

Segundo Kauko (2012), seja qual for o impacto da sinalização dos dividendos sobre o valor de mercado da empresa, o efeito da sinalização deve ser mais forte nas instituições financeiras, uma vez que em nenhum outro segmento, a rentabilidade e a viabilidade da empresa dependem tão claramente da forma como os *stakeholders* a percebem. Kauko (2012) teoriza que os dividendos podem ser uma importante fonte de informação para os depositantes não garantidos, constituindo potenciais sinalizadores de rentabilidade futura e liquidez das instituições financeiras.

Diamond e Dybvig (1983) apresentaram um modelo que ressalta questões importantes sobre os bancos. A principal implicação desse modelo é que a viabilidade de um banco depende das crenças dos credores sobre a qualidade dos ativos e sua liquidez. Assim, uma corrida por depósitos bancários pode ser desencadeada por expectativas insatisfatórias sobre a liquidez da instituição.

Contudo, os bancos têm demonstrado usar os dividendos para sinalizar a qualidade e a liquidez de seus ativos, inclusive durante períodos de crises financeiras, em linha com a teoria da sinalização dos dividendos (CALOMIRIS; NISSIM, 2014; D'UDEKEM, 2014; FORTI; SCHIOZER, 2015). Ao manter a estabilidade no pagamento de dividendos durante as crises econômicas, os bancos evitam o enfraquecimento de suas posições no mercado e mantêm os níveis de liquidez e solvência (HIRTLE, 2014).

Como consequência da teoria da sinalização, é esperada uma tendência em manter o pagamento de dividendos em níveis estáveis por parte das companhias brasileiras, mesmo em períodos de instabilidade econômica. Espera-se que os dividendos pagos no ano anterior sejam determinantes para a política de dividendos do ano corrente para as companhias financeiras e também para as demais companhias. No entanto, tendo em vista a literatura

pesquisada, acredita-se que o efeito sinalizador dos dividendos seja ainda mais forte para as instituições financeiras. Por isso, espera-se encontrar maior significância estatística na variável representativa da estabilidade da política de dividendos no grupo de instituições financeiras desta pesquisa.

2.1.4 Teoria de Agência

A política de dividendos pode ser utilizada como meio de mitigar os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, uma vez que a distribuição de dividendos reduz a discricionariedade dos administradores, reduzindo as sobras de caixa em seu poder. Jensen (1986) argumenta que os custos de agência estão relacionados com o nível de fluxo de caixa livre da empresa deixado à discricionariedade dos administradores. Portanto, a distribuição de dividendos desempenha um papel de monitoramento para os acionistas, reduzindo o montante de sobras de caixa disponíveis e evitando a expropriação de recursos pelos administradores ou a utilização dos recursos em projetos não rentáveis (JENSEN, 1986).

A proposição de Jensen (1986) insere-se no contexto da Teoria de Agência desenvolvida a partir do estudo seminal de Jensen e Meckling (1976). Uma relação de agência é definida como uma relação contratual sob o qual uma ou mais pessoas (principal) delegam à outra pessoa (agente) a tomada de decisões. Cada pessoa envolvida na relação contratual tende a agir de acordo com seus próprios interesses e, muitas vezes, os interesses do principal e do agente são divergentes (JENSEN;MECKLING, 1976). Contudo, se as duas partes da relação contratual maximizam sua utilidade, o comportamento de cada um dos agentes dependerá da natureza dos contratos, especialmente nos casos de interesses contrários

Os administradores são agentes imperfeitos na representação dos principais, ou seja, os administradores têm interesses divergentes dos interesses dos acionistas e têm um incentivo aumentado a expropriar recursos quando houver excesso de caixa (EASTERBROOK, 1984). Assim, o pagamento de dividendos reduz a discricionariedade dos gestores e conseqüentemente os custos de agência enfrentados pelas companhias. Easterbrook (1984), defende a utilização dos dividendos como redutores dos custos de agência e não como sinalizadores de desempenho das companhias.

Mesmo em países com elevado nível de proteção legal, as empresas com controle societário disperso podem ter elevados custos de agência. Nesse contexto, os administradores têm maior poder de gestão e podem deixar de investir em projetos rentáveis, com o objetivo de expropriar recursos da companhia. Shleifer e Vishny (1986) argumentam que o

monitoramento das decisões dos gestores sobre os lucros excedentes da companhia pode ser dispendioso para os acionistas se a propriedade for dispersa.

La Porta *et al.* (2000a) reconheceram a política de dividendos como mecanismo de proteção aos acionistas minoritários, visto que reduz a discricionariedade sobre o excedente de caixa. Em uma abrangente pesquisa, que examinou a relação entre os problemas de agência e a política de dividendos em grandes empresas de 33 países, os autores reportaram que companhias de países com menor proteção legal apresentam um nível mais elevado de pagamento de dividendos. Segundo La Porta *et al.* (2000a), as expectativas dos investidores diferem de acordo com a qualidade da proteção legal recebida. Os resultados desse estudo estão em linha com a teoria de agência e sugerem que o pagamento de dividendos mitiga os conflitos de agência, principalmente em países com pouca proteção legal.

No caso do mercado de ações norte-americano, o conflito de interesses entre principal (acionistas) e agente (gestores) decorre da característica de propriedade dispersa das companhias. A literatura revisada por Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) reforça a ideia de que tanto os dividendos quanto as recompras de ações são ferramentas utilizadas para mitigar os conflitos de agência entre os acionistas e os gestores, pois reduzem as sobras de caixa em poder dos gestores.

As questões de agência estão relacionadas a quem detiver o poder de decisão e se os interesses deste são conflitantes com os interesses dos demais agentes. Em países onde há uma maior concentração de propriedade das companhias, os conflitos de agência decorrem da relação entre acionistas controladores e não controladores, denominada relação de conflito principal-principal. Procianny (1994) identificou essa relação de conflitos de interesse gerada pela característica de concentração acionária das empresas brasileiras, na qual os acionistas minoritários podem ser prejudicados pelas decisões tomadas pelos acionistas controladores.

Segundo Decourt (2009), como as decisões sobre a distribuição de lucros das companhias brasileiras estão concentradas nos acionistas controladores, os acionistas minoritários e detentores de ações preferenciais apenas reagem às decisões, comprando ou vendendo ações conforme sua satisfação em relação às decisões tomadas. Nesse contexto, a utilidade dos dividendos para mitigar os custos de agência pode ser mais evidente.

Tendo em vista que são os acionistas controladores que escolhem os executivos que atuarão como agentes tomadores de decisões das companhias, as decisões podem ser tomadas visando somente os interesses desse grupo de controle (DECOURT, 2009). Contudo, quando as decisões tomadas pelos controladores estão em consonância com as expectativas dos

acionistas sem poder de decisão, isso tende a se refletir positivamente no valor de mercado da companhia.

Dalmácio e Corrar (2007) verificaram que um aumento na concentração acionária provoca um aumento no valor dos dividendos pagos por ação nas companhias abertas brasileiras pesquisadas, indicando a utilização dos dividendos como redutores dos custos de agência na relação principal-principal, levantada por Procianny (1994).

Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) pesquisaram a literatura empírica sobre política de dividendos com ênfase no desenvolvimento das pesquisas mais recentes. Dentre as motivações teóricas tradicionais para o pagamento de dividendos - agência, sinalização e tributação – os autores encontraram evidências mais persuasivas no que se refere à teoria de agência, no entanto, reportaram que nenhuma das três motivações teóricas é suportada de forma conclusiva na literatura. Em vez de motivações teóricas, os autores apontam que outros aspectos, tais como mudanças nas práticas de remuneração e incentivos concedidos aos gestores, podem explicar melhor as variações observadas no pagamento de dividendos das últimas décadas. Essas conclusões indicam que mudanças na forma de remuneração ou de incentivos aos gestores podem ser utilizadas como recursos para alinhar os objetivos da gestão com os objetivos dos acionistas.

No setor financeiro, D’Udekem (2014) observou que os bancos distribuem dividendos com o objetivo de mitigar os custos de agência, manter a reputação da instituição e preservar o acesso ao mercado. 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 em relação às demais companhias, o estudo de Lepetit et al. (2018) salienta que há um papel natural dos dividendos na redução de conflitos dos bancos.

Em contraste com as empresas não financeiras, Lepetit et al. (2018) argumentam que os bancos são altamente alavancados e têm fontes de financiamento heterogêneas que podem vir tanto dos depositantes como dos mercados de dívida. Nesse contexto, os incentivos para os depositantes e os credores disciplinarem os gestores são mais fracos, pois os bancos geralmente têm um grande número de pequenos depositantes, com pouco incentivo para monitorar os gestores individualmente, seja devido ao chamado *free rider problem*, ou pelo fato de terem garantias sobre os valores depositados.

De acordo com Morgan (2000), os bancos são como “caixas-pretas”, em que os riscos assumidos no processo de intermediação financeira são de difícil observação pelos participantes do mercado. Devido a essas características, espera-se uma maior propensão a problemas de agência nos bancos do que nas demais companhias, e essa maior propensão

deve refletir-se em um nível mais elevado de pagamento de dividendos nas companhias financeiras.

2.1.5 Teoria Residual

Dentre as teorias que buscam explicar as decisões de distribuição de lucros das companhias, destaca-se a teoria residual. Procianoy (2006) destaca que a política de dividendos decorre de uma decisão da empresa quanto à distribuição dos lucros excedentes, ou seja, o resíduo de lucro que sobra após as decisões de investimentos das companhias. Segundo o autor, em um país com restrições de crédito como o Brasil, especialmente no que se refere ao financiamento de longo prazo, os gestores tendem a reter uma parcela maior do lucro para financiar as oportunidades de investimentos das empresas. Nesse cenário, o lucro residual fica reduzido e, conseqüentemente, restringe o valor pago em dividendos.

Partington (1985) identificou três tipos de políticas de dividendos: (i) a política de dividendos residual, cujo volume de dividendos pagos é uma decisão secundária, tomada após as decisões de investimentos e financiamentos; (ii) a política de dividendos independente, cujas decisões a respeito da distribuição de dividendos dependem de fatores exógenos, mas independem das decisões de financiamento e investimento e (iii) a política de dividendos simultânea, quando as decisões de política de dividendos não são nem totalmente residuais e nem totalmente independentes, nesse caso as decisões de política de dividendos também dependem de fatores exógenos, mas as políticas de investimentos e financiamentos são levadas em consideração.

Na pesquisa *survey* de Brav *et al.* (2005), a maioria dos executivos entrevistados respondeu que as decisões de dividendos e investimentos são tomadas simultaneamente, contrariando os pressupostos da teoria residual dos dividendos. Por outro lado, a maioria dos entrevistados respondeu que as decisões acerca das recompras de ações são tomadas após as decisões de investimentos das companhias.

Observa-se uma tendência contrária à teoria residual no Brasil. Vancin e Procianoy (2016) destacam o fato de as companhias brasileiras distribuírem dividendos acima do mínimo legal e contratual, o que indica que as decisões de políticas de dividendos não são secundárias nas companhias brasileiras, ou seja, são tomadas antes das decisões de investimentos e financiamentos e não com base no lucro residual.

2.2 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

As instituições financeiras estão sujeitas a uma maior regulamentação e fiscalização do nível de capital, qualidade dos ativos e liquidez que as companhias dos demais setores. Apesar da existência de particularidades que possam dificultar a sua comparação com as demais companhias, as instituições financeiras não estão livres da influência dos problemas ou aspectos teóricos apresentados na literatura acerca da política de dividendos.

No entanto, entende-se que problemas relacionados a custos de agência e o efeito sinalização dos dividendos podem afetar as instituições financeiras de maneira diferente das demais companhias. A existência de teorias que geram previsões concorrentes fomentou a realização de diversos estudos empíricos sobre a política de dividendos em diferentes grupos de empresas. Apresenta-se a seguir, estudos empíricos sobre a política de dividendos das companhias não financeiras, das instituições financeiras e, posteriormente, estudos que analisam os dois grupos de empresas conjuntamente.

2.2.1 Estudos Empíricos em Companhias Não Financeiras

Lintner (1956) foi pioneiro em pesquisar explicações potenciais sobre a política de dividendos por meio da identificação dos fatores determinantes. Os resultados reportados por Lintner (1956) identificaram a lucratividade como principal fator determinante da política de dividendos das companhias americanas. Os resultados evidenciaram ainda uma preocupação em manter a estabilidade no pagamento de dividendos nas empresas norte-americanas. Segundo o autor, as decisões sobre os dividendos antecediam as decisões de investimentos nas empresas pesquisadas. Tais evidências condizem com a teoria da sinalização dos dividendos e contradizem a teoria residual.

Em sentido contrário ao reportado por Lintner (1956); Glen, Karmokolias e Shah (1995) estudaram a política de dividendos em países emergentes durante os períodos de 1986 a 1994. Os autores constataram que os dividendos pagos no ano anterior não tinham influência sobre os dividendos do ano corrente, indicando uma potencial instabilidade na política de dividendos dos países em desenvolvimento. Uma explicação para essa questão seria a diferença de proteção legal existente entre os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento, reportada por (LA PORTA *et al.*, 2000a).

Em uma pesquisa abrangendo 6700 empresas industriais em um período de 30 anos (de 1963 a 1993), Barclay, Smith e Watts (1995) observaram inicialmente a relação da

alavancagem das empresas com o *dividend yield*. No entanto, a existência de oportunidades de crescimento foi o fator que mais impactou a política de dividendos das empresas pesquisadas, indicando que as empresas retêm lucros para financiar os projetos futuros.

Fama e French (2001) analisaram a dinâmica do pagamento de dividendos no mercado norte-americano no período de 1963 a 1998. Os autores identificaram a entrada de diversas empresas pequenas, com elevadas oportunidades de crescimento e baixa lucratividade na bolsa de valores, e argumentam que essas empresas têm uma baixa propensão a pagar dividendos. Fama e French (2001) também identificaram diferenças entre as empresas que nunca pagaram dividendos e as empresas que pararam de pagar. As empresas que nunca pagaram caracterizavam-se pelos altos índices de lucratividade e de oportunidades de crescimento. Já as empresas que pararam de pagar dividendos apresentavam baixos índices de lucratividade e de oportunidades de crescimento, indicando que essas empresas passavam por dificuldades financeiras.

Dalmácio e Corrar (2007) estudaram a relação da concentração do controle acionário com a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa no período de 1998 a 2005 e constataram indícios de que a composição acionária das empresas brasileiras poderia explicar a política de dividendos por elas adotada. Os autores inferiram que uma maior concentração do controle acionário em poder do acionista controlador provoca um aumento no pagamento de dividendos por ação. Porém, provoca uma diminuição no *payout* nas companhias pesquisadas.

O alto grau de concentração do capital votante é uma característica das empresas brasileiras (DALMÁCIO; CORRAR, 2007). Silva (2004) verificou que as empresas brasileiras listadas na Bovespa com grande concentração acionária no controlador tiveram uma alta razão *payout* no período de 2000. Santos (2008) constatou o inverso ao analisar 120 companhias abertas brasileiras, cujas ações apresentaram maior volume de negociação entre os períodos de 2001 a 2006. O autor constatou que as companhias com maior concentração do capital votante distribuíam menos dividendos em relação ao lucro do que as empresas menos concentradas, ou seja, as companhias mais concentradas apresentaram menor razão *payout*.

Brav, Graham, Harvey e Michaely (2005), em uma pesquisa *survey* feita com 384 executivos norte-americanos, apresentaram evidências consistentes de que os gestores das companhias abertas consideram a manutenção da estabilidade dos dividendos uma prioridade. Os resultados reforçam as conclusões apresentadas por Lintner (1956). Brav *et al.* (2005) constataram que as empresas preferem demitir, vender ativos ou deixar de investir em projetos rentáveis a cortar dividendos.

Os estudos citados anteriormente excluem as instituições financeiras das amostras. O mesmo ocorre na maioria dos estudos sobre política de dividendos no Brasil.

Heineberg e Procianoy (2003) apontaram a lucratividade como o principal fator determinante da política de dividendos e identificaram uma estabilidade na política de dividendos nas empresas não financeiras brasileiras listadas na Bovespa no período de 1994 a 2000. Futema, Basso e Kayo (2009) também apontaram a lucratividade como principal fator determinante da política de dividendos das empresas brasileiras no período de 1995 a 2004. Ferreira Junior *et al.* (2010), no entanto, reportaram somente a variável tamanho da empresa como fator determinante do *payout* das empresas brasileiras no período de 1997 a 2004.

Mais recentemente, Forti, Peixoto e Alves (2015) analisaram os fatores determinantes da política de dividendos das companhias abertas brasileiras no período de 1995 a 2011. Os resultados apontaram a significância estatística nos fatores correspondentes ao tamanho, lucratividade, valor de mercado, liquidez e oportunidades de crescimento.

O estudo de Vancin e Procianoy (2016) inovou na análise da política de dividendo das companhias brasileiras ao estudar a decisão de pagar dividendos acima do dividendo mínimo obrigatório definido em Lei ou estatuto da empresa. A existência de dividendo mínimo obrigatório legal ou contratual é uma peculiaridade que diferencia o mercado brasileiro dos mercados desenvolvidos. Vancin e Procianoy (2016) analisaram os fatores determinantes da política de dividendos em três grupos de amostra: a amostra total, o grupo de empresas que pagou apenas o mínimo obrigatório e o grupo de empresas que pagou acima do mínimo obrigatório no período de 2007 a 2013. Os autores verificaram que a estabilidade da política de dividendos foi o único fator significativo nos três grupos da amostra.

Viana Junior e Ponte (2016) investigaram os determinantes da política de dividendos das 75 maiores empresas brasileiras e das 75 maiores empresas norte-americanas disponíveis no banco de dados Economatica de 2008 a 2014. Após a exclusão das empresas que não apresentavam informações necessárias para a pesquisa e a exclusão dos *outliers*, a amostra resultante ficou em 58 companhias listadas na BM&FBovespa e 47 companhias listadas na *New York Stock Exchange* (Nyse). Os autores verificaram que as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos determinavam a política de dividendos das empresas brasileiras da amostra e que as variáveis correspondentes a valor de mercado e fluxo de caixa determinavam a política de dividendos das empresas norte-americanas da amostra.

2.2.2 Estudos Empíricos em Instituições Financeiras

Em um estudo sobre a política de dividendos realizado em uma amostra de 104 *holdings* bancárias dos Estados Unidos no período de 1977 a 1985, Collins, Blackwell e Sinkey Jr (1994) encontraram relação negativa e significativa entre as oportunidades de crescimento e o pagamento de dividendos.

Dickens, Casey e Newman (2002) procuraram identificar os fatores determinantes da política de dividendos de 677 instituições financeiras norte-americanas, no período de 1998 a 2000, adaptando o modelo de Barclay, Smith e Watts (1995), utilizado em empresas não financeiras. O modelo de Dickens, Casey e Newman (2002) utiliza as seguintes variáveis como potenciais fatores determinantes da política de dividendos dos bancos da amostra: oportunidades de investimento, adequação de capital, tamanho, estimativas de lucros futuros, concentração de propriedade, histórico de pagamento de dividendos e risco, medido pela volatilidade dos lucros. Os autores concluíram que o tamanho e a estabilidade na política de dividendos, medidos por meio do *dividend yield*, são os principais fatores determinantes da política de dividendos nas instituições financeiras pesquisadas.

Theis e Dutta (2009) utilizaram o modelo de Dickens, Casey e Newman (2002) para analisar os fatores determinantes da política de dividendos de 99 *holdings* bancárias americanas em 2006. Theis e Dutta (2009) identificaram que as instituições financeiras pagavam maiores volumes de dividendos e mais frequentemente do que as empresas industriais, e que os investidores geralmente consideravam os dividendos dessas instituições como retornos importantes sobre seus investimentos. Dickens, Casey e Newman (2002) relataram que o fácil acesso a fontes alternativas de financiamento e a maior estabilidade nos lucros, geralmente associados a bancos maiores, estão positivamente relacionados ao pagamento de dividendos e negativamente relacionados às oportunidades de crescimento. No entanto, Theis e Dutta (2009) encontraram uma relação inversa entre tamanho e pagamento de dividendos no período pesquisado.

Em uma pesquisa realizada em 462 instituições financeiras norte-americanas de 2004 a 2009, englobando os períodos antes e durante a crise financeira de 2007-09, Abreu e Gulamhussen (2013) identificaram tamanho, rentabilidade e oportunidades de crescimento como fatores determinantes da política de dividendos em todo o período pesquisado, em linha com os fatores reportados por Fama e French (2001) em sua pesquisa em companhias não financeiras. Os resultados indicam que os custos de agência explicam os pagamentos de dividendos antes (2004 a 2006) e durante a crise financeira (2007 a 2009). Segundo Abreu e

Gulamhussen (2013), a sinalização que os dividendos passam ao mercado explica a estabilidade no pagamento de dividendos, mesmo durante os períodos de crise financeira. A pressão regulatória para a manutenção dos níveis de capital nas instituições financeiras mostrou-se ineficaz na limitação dos pagamentos de dividendos pelos bancos subcapitalizados nos períodos que antecederam a crise financeira (ABREU; GULAMHUSSEN, 2013).

D’Udekem (2014) estudou a propensão a reduzir a distribuição de dividendos durante o período de crise financeira mundial. Para isso, analisou a política de dividendos dos bancos americanos nos períodos de 2004 a 2012, comportando períodos antes (2004 a 2006), durante (2007 a 2009) e depois da crise (2010 a 2012). D’Udekem (2014) evidenciou que os bancos pagaram dividendos durante a crise para reduzir os custos de agência, manter a reputação e preservar o acesso ao mercado de capitais. De acordo com o modelo de D’Udekem (2014), os gestores que precisam manter o acesso ao mercado procuram manter a reputação de moderação na apropriação da riqueza dos acionistas mediante o pagamento de dividendos e a conseqüente redução dos custos da agência.

Onali *et al.* (2015) pesquisaram a relação entre o poder dos gestores, o monitoramento do governo e a política de dividendos de 109 bancos europeus de capital aberto durante os períodos de 2005 a 2013. Foi constatado que os bancos europeus da amostra preferem pagar menos dividendos, pois, assim ficam menos propensos a atrair a atenção indesejada de reguladores do governo. Esses resultados são contrários aos resultados reportados na literatura de política de dividendos brasileira, que identificam que o setor financeiro como um dos setores que mais distribui dividendos no Brasil (FONTELES *et al.*, 2012).

Nos mercados árabes, os bancos são instituições financeiras que declaram o seu compromisso com o princípio da Lei Sharia, que abole o recebimento e o pagamento de juros em qualquer uma das suas operações. Os bancos islâmicos têm baixos níveis de proteção aos investidores e, por isso, os gestores têm maior propensão a reter mais lucros para a obtenção de benefícios pessoais e para a expropriação da riqueza dos acionistas. Athari, Adaoglu e Bektas (2016) reportaram que os bancos islâmicos pesquisados no período de 2003 a 2012 utilizavam a política de dividendos para mitigar importantes problemas de agência e evitar a expropriação de recursos dos acionistas.

Em um estudo empírico sobre o efeito da concentração da propriedade sobre o risco e o desempenho de bancos comerciais de 47 países no período de 1997 a 2007, Magalhães, Urteaga e Tribó (2010) constataram que a concentração de controle acionário, a proteção legal dos acionistas e a regulamentação bancária tinham relação com o desempenho dos bancos pesquisados. As evidências suportam a hipótese teórica de que o monitoramento efetivo na

gestão dos bancos com propriedade dispersa, implica em baixos níveis de expropriação ou de perdas ligadas à discricionariedade gerencial. As evidências de Magalhães, Urriaga e Tribó (2010) indicam que, quanto maior é o monitoramento dos acionistas majoritários e dos membros do conselho, maior é o desempenho dos bancos e menor é a razão *payout*.

Com base em dados de instituições financeiras de capital aberto de 51 países no período de 2001 a 2014, extraídos do banco de dados Bankscope, o estudo de Lepetit *et al.* (2018) verificou se a política de dividendos dos bancos é influenciada por conflitos de agência entre acionistas e credores. Os autores constataram que as instituições bancárias com estrutura de propriedade concentrada pagam menos dividendos quando têm altos graus de opacidade, ou seja, quando a compreensão de suas atividades pelo mercado é limitada.

O resultado do estudo de Lepetit *et al.* (2018) está em linha com os resultados reportados por Santos (2008), em um estudo sobre o perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras com maior volume de ações negociadas entre 2001 e 2006 e sua implicação para a política de dividendos. Santos (2008) constatou que empresas com maior concentração de controle acionário distribuem um percentual menor dos lucros como dividendos para seus acionistas do que aquelas com menor concentração. Tal constatação está alinhada à hipótese de que empresas com controle concentrado venham a ter maiores custos de agência, devido à tendência de os acionistas majoritários distribuírem menos dividendos a fim de extrair mais benefícios pessoais (PROCIANOY, 1994).

Ao analisar a política de dividendos de grandes bancos americanos durante a crise de 2007 a 2009, Acharya, Le e Shin (2016) identificaram que a política de distribuição ou retenção dos lucros de um banco tem efeito no desempenho de outros bancos. Os autores destacaram como uma particularidade do setor financeiro, que a manutenção do patrimônio de um banco exerce efeitos positivos em outros bancos do sistema financeiro em que ele estiver inserido.

Motivada pela falta de estudos anteriores sobre a política de dividendos do setor financeiro brasileiro, Weber (2008) buscou mapear o funcionamento da política de dividendos dos bancos de capital aberto e fechado no período de 2001 a 2006. A pesquisa analisou uma série de regressões lineares, por meio da alternância de variáveis dependentes e independentes, com o objetivo de identificar os principais fatores determinantes da política de dividendos dos bancos brasileiros da amostra.

Weber (2008) utilizou primeiramente a razão *payout* como variável dependente, porém observou valores negativos nessa variável, obtidos em função de instituições que pagam dividendos mesmo apresentando prejuízo no período. Em função disso, propôs a

utilização de outras duas variáveis dependentes nos cálculos estatísticos: o valor pago em proventos aos acionistas em função do patrimônio líquido e o valor pago em proventos aos acionistas em função do valor total do ativo. O modelo com maior poder explicativo foi o que combinou a amostra constituída dos registros de proventos efetivamente pagos em função do ativo total da instituição no trimestre, pois representa uma boa medida de controle para a diferença de tamanho das instituições pesquisadas.

Com relação aos determinantes da política de dividendos do setor bancário brasileiro, Weber (2008) identificou significância estatística nas variáveis retorno (retorno sobre o ativo total), ativo permanente (valor do ativo imobilizado em função do ativo total) e PIB trimestral (medida de desempenho econômico brasileiro no trimestre). As variáveis *dummy* de ano e de trimestre confirmaram a tendência esperada de aumento no volume de pagamento de proventos no período estudado, sendo observada a concentração de pagamentos de proventos no último trimestre do ano. Além disso, considerando-se que as instituições que apresentaram maiores retornos distribuíram maiores dividendos, o estudo indicou suporte à teoria da sinalização dos dividendos.

Silva e Dantas (2015) verificaram o impacto da política de dividendos sobre o valor de mercado das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa de 2000 a 2014. Os autores não encontraram significância estatística entre o valor de mercado e o *payout*, e inferiram que as decisões referentes às políticas de dividendos adotadas pelas instituições financeiras da amostra não tiveram impacto sobre seus valores de mercado, em linha com a hipótese teórica de irrelevância dos dividendos proposta por (MILLER; MODIGLIANI, 1961).

Forti e Schiozer (2015) exploraram a opacidade e a percepção do risco dos bancos brasileiros causados pela crise financeira global de 2008, por meio de uma pesquisa empírica nos períodos de 2001 a 2009. Os autores observaram que os investidores institucionais eram alvos do efeito sinalizador dos dividendos nos bancos pesquisados e a preocupação com a sinalização foi particularmente forte durante o período de crise financeira, quando a opacidade dos ativos e a assimetria de informações do depositante quanto à liquidez bancária é ampliada. Forti e Schiozer (2015) identificaram que a sinalização direcionada aos acionistas é implausível. Segundo os autores, os depositantes sensíveis à informação são os investidores institucionais. Os autores identificaram ainda que a heterogeneidade nos tipos de depositantes e a existência de vários bancos controlados por poucos proprietários são características do setor bancário brasileiro.

2.2.3 Estudos Empíricos em Instituições Financeiras e Não Financeiras

Os fatores determinantes das políticas de dividendos das companhias financeiras e não financeiras podem ser diferentes, em termos de sinal, significância econômica e estatística dos coeficientes. Baker, Veit e Powell (2001) questionaram 188 gestores de empresas do setor financeiro e não financeiro, listadas na bolsa de valores norte-americana Nasdaq, que pagaram dividendos entre 1996 e 1997. Os autores identificaram divergências significantes entre a importância dada pelos gestores de companhias financeiras e não financeiras para nove dos vinte e dois fatores pesquisados. Incluem-se entre os fatores com divergência de importância: a estabilidade dos lucros, o nível de lucros correntes e o nível de lucros projetados. Os entrevistados das empresas financeiras consideram cada um desses fatores mais importantes do que os entrevistados de empresas não financeiras. Os gestores das instituições financeiras indicaram que apenas o fator relacionado as regras e as restrições legais do setor financeiro como sendo um fator diferente das empresas não financeiras. A significância nesse fator está relacionada aos requisitos específicos de adequação de capital das instituições financeiras, determinados pelos órgãos reguladores do setor financeiro.

No cenário brasileiro, há indicação de uma política de dividendos mais estável no setor financeiro, em comparação os demais setores. De acordo com Procianoy e Verdi (2003), o pagamento de dividendos é mais previsível no setor financeiro e mantém pouca variabilidade em relação ao nível de preço das ações do setor. Os autores constataram que as instituições financeiras brasileiras tiveram uma frequência de pagamentos de dividendos substancialmente superiores e mais previsível que os demais setores no período de 1989 a 1993.

Em um estudo comparativo da política de dividendos das instituições financeiras e não financeiras brasileiras, Weber e Procianoy (2009) selecionaram variáveis independentes com base na literatura empírica de fatores determinantes da política de dividendos em companhias não financeiras, com algumas adaptações para a comparação com o setor financeiro. Com a finalidade de investigar se os bancos são diferentes, os autores compararam os resultados reportados por Heineberg e Procianoy (2003), em uma amostra de companhias não financeiras listadas na Bovespa no período de 1994 a 2000, com os resultados reportados por Weber (2008), em uma amostra de instituições financeiras de capital aberto e fechado reguladas pelo Banco Central do Brasil no período de 2001 a 2006. Weber e Procianoy (2009) concluíram haver fatores em comum na determinação da política de dividendos nos dois grupos de empresas pesquisados, como lucratividade e inflação. O estudo comparativo de Weber e Procianoy (2009) motivou a presente pesquisa, pois, apesar de a pesquisa comparar amostras

em períodos diferentes e a amostra bancos conter empresas de capital fechado, pôde-se perceber que alguns fatores determinantes da política de dividendos são similares nas duas amostras.

Fonteles *et al.* (2012) realizaram um estudo sobre os possíveis fatores determinantes da política de dividendos das empresas integrantes do Índice de Dividendos da BM&FBovespa (IDIV) em 2010. Os autores destacaram a importância do setor financeiro na amostra, tendo em vista que 25% das empresas que compunham o índice IDIV no período pesquisado pertenciam ao setor. A concentração de propriedade, a rentabilidade, a prosperidade e o setor foram os principais fatores condicionantes da política de dividendos elevadas do grupo de empresas integrantes do IDIV.

Em linha com os estudos que avaliam as decisões sobre as políticas de dividendos das instituições financeiras e não financeiras em conjunto, o presente estudo propõe-se a analisar o efeito diferencial entre os fatores que determinam a política de dividendos nos dois grupos da amostra e na amostra total. A análise tem como base as evidências reportadas em estudos nacionais e internacionais sobre fatores determinantes da política de dividendos apresentadas resumidamente na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1: Resumo dos estudos empíricos – fatores determinantes

Resumo dos principais fatores determinantes da política de dividendos reportados na literatura. As variáveis com significância estatística estão representadas pela expressão "Positiva" quando a relação de significância dos coeficientes com a variável dependente for positiva e pela expressão "Negativa" quando a relação de significância for negativa.

	Estudos empíricos	Variável dependente	Variáveis independentes					Concentração de controle acionário
			Retorno	Estabilidade	Alavancagem	Tamanho	Oportunidades de crescimento	
Demais Companhias	Lintner (1956)	Dividendos totais	Positiva	Positiva				
	Glen, Karmokolias e Shah (1995)	<i>Payout</i>		Negativa				
	Barclay, Smith e Watts (1995)	<i>Dividend Yield</i>					Negativa	
	Fama e French (2001)	Dividendos totais	Positiva			Positiva		
	Heineberg e Procianoy (2003)	Proventos totais	Positiva	Positiva			Negativa	
	Dalmácio e Corrar (2007)	Dividendo/Ação						Positiva
	Santos (2008)	<i>Payout</i>						Negativa
	Futema, Basso e Kayo (2009)	Proventos totais	Positiva				Negativa	
	Ferreira Junior, et al. (2010)	<i>Payout</i>				Positiva	Negativa	
	Forti, Peixoto e Alves (2015)	Dividendos/Ativo	Positiva		Negativa	Positiva	Positiva	
	Vancin e Procianoy (2016)	<i>Payout extra</i>		Positiva				
	Viana Junior e Ponte (2016)	<i>Payout</i>	Positiva	Positiva				
Instituições Financeiras	Collins <i>et al.</i> (1994)	<i>Payout</i>					Negativa	
	Dickens, Casey e Newman (2002)	<i>Dividend Yield</i>		Positiva		Positiva	Negativa	Negativa
	Weber (2008)	Dividendos/Ativo	Positiva		Negativa			
	Theis e Dutta (2009)	<i>Dividend Yield</i>				Negativa		
	Abreu e Gulamhussen (2013)	<i>Payout</i>	Positiva			Positiva	Negativa	
	Hirtle (2014)	Dividendos Totais		Positiva				
	Athari, Adaoglu e Bektas (2016)	<i>Payout</i>		Positiva				
	Lepetit <i>et al.</i> (2018)	<i>Payout</i>						Negativa
Amostra Completa	Baker, Veit e Powell (2001)	Dividendos totais	Positiva	Positiva				
	Weber e Procianoy (2009)	Proventos totais	Positiva					
	Fonteles <i>et al.</i> (2012)	Proventos totais	Positiva				Positiva	Positiva

Fonte: elaborada pela autora, adaptado de Vancin e Procianoy (2016).

2.3 LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

Para um melhor entendimento sobre as decisões referentes à política de dividendos no Brasil, destacam-se, nos itens seguintes, particularidades do ambiente legal brasileiro relevantes ao tema. Inicialmente, trata-se da exigência legal de distribuição de dividendo mínimo obrigatório e da possibilidade de remuneração dos acionistas por meio dos juros sobre o capital próprio (JSCP), aplicáveis a companhias financeiras e não financeiras. Posteriormente, são apresentadas as adaptações brasileiras às normas do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, que regulamentam o setor financeiro.

2.3.1 Dividendo Mínimo Obrigatório

As normas previstas na Lei nº 6.404/76 sobre a distribuição de dividendos são aplicáveis para a todas as companhias brasileiras, inclusive as integrantes do setor financeiro, abrangendo todas as companhias da amostra. A Lei nº 6.404/76 determina que o estatuto da companhia pode definir o percentual dos lucros que será distribuída aos acionistas como dividendo mínimo obrigatório. Caso o estatuto for omissivo, a referida Lei estabelece um percentual mínimo sobre os lucros a ser distribuído aos acionistas. Nos casos em que o percentual de distribuição não está previsto no estatuto, a assembleia geral decidirá qual o percentual de lucros será distribuído.

Quando, na omissão do estatuto, a assembleia deliberar o percentual mínimo de distribuição, o dividendo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido após as deduções legais, ou seja do lucro líquido ajustado (ROSS *et al.*, 2013). Entende-se por lucro líquido ajustado, o lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: quota destinada à reserva legal; montante destinado às reservas de contingências ou à reversão de reservas de contingências, contabilizadas em períodos anteriores, e a reserva de lucros a realizar, anteriormente registradas em reserva de lucros (VANCIN; PROCIANOY, 2016).

A obrigatoriedade da distribuição de lucros é uma característica da legislação brasileira que se contrapõe à liberdade verificada nos países desenvolvidos. As empresas brasileiras têm a obrigação, e não a opção, de distribuir uma parcela dos lucros aos acionistas (VANCIN; PROCIANOY, 2016). Como essa parcela de lucros pode ser estabelecida em estatuto, ela pode ser pequena e até mesmo quase zero. No entanto, embora o percentual de distribuição seja flexível, Vancin e Procianoy (2016) reportam que a maioria das empresas

brasileiras adota em seus estatutos sociais o percentual de 25% sobre o lucro líquido ajustado como dividendo mínimo obrigatório.

Procianoy (2006) destaca a importância da imposição legal de dividendo mínimo no cenário brasileiro, visto que há uma tendência de retenção de lucros nas empresas brasileiras, devido às dificuldades decorrentes das restrições financeiras ou o alto custo para obter crédito. A obrigação de distribuir lucros evita que os acionistas controladores retenham todo o lucro gerado e resulta em uma proteção para os acionistas minoritários, em linha com o estudo de La Porta *et al.* (2000b).

2.3.2 Juros sobre o Capital Próprio

A Lei nº 9.249/95 introduziu uma forma de remuneração aos acionistas, alternativa ao pagamento de dividendos no Brasil. A referida Lei criou os juros sobre o capital próprio (JSCP), os quais podem ser pagos ou creditados aos acionistas com vantagem fiscal para as empresas pagadoras de JSCP, e esses podem ser imputados ao montante pago em dividendos.

Segundo Ness Junior e Zani (2001), com a criação do Plano Real na década de 90, encerrou-se um longo período de correção monetária nas demonstrações financeiras das empresas brasileiras e, em substituição às vantagens fiscais que a correção monetária conferia aos sócios de empresas, foi constituída a figura dos JSCP.

A opção por pagar proventos aos acionistas por meio de JSCP, dividendos ou uma combinação dos dois, depende da vontade ou da necessidade da companhia em aproveitar a dedutibilidade fiscal dos JSCP (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003). Em um estudo sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras no período de 1986 a 2011, Terra e Zagonel (2013) constataram que a maioria das companhias que distribuem dividendos também distribuem JSCP.

O artigo 9º da Lei nº 9.249/95 estabelece que as empresas podem deduzir o valor distribuído aos acionistas por meio de JSCP como despesa financeira, reduzindo a base de cálculo para fins de tributação com regime de Lucro Real. Ou seja, as empresas podem deduzir o valor pago aos acionistas por meio de JSCP da base de cálculo do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), resultando em um crédito tributário de 34% nos casos de empresas não financeiras.

A referida Lei estabelece que os JSCP são calculados com base no saldo das contas de Patrimônio Líquido, limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo

(TJLP). O montante de JSCP dedutível de IR e CSLL é limitado a 50% do lucro do exercício, antes da apropriação dos juros, ou a 50% dos lucros acumulados.

Os JSCP são tributados somente na pessoa física. A pessoa física recebedora de JSCP é tributada em 15% de imposto de renda retido na fonte (IRRF) sobre o valor de JSCP recebidos. Portanto, como as empresas não financeiras podem deduzir os valores pagos em JSCP em 34% da sua base tributária, considera-se que o benefício tributário líquido obtido pela empresa pagadora do JSCP a pessoas físicas é reduzido a 19% para as empresas não financeiras (HOCH, 2017).

A alíquota de CSLL das instituições financeiras é maior que a alíquota das demais empresas. A tributação de CSLL das instituições financeiras era de 10% desde 1990 e, em 2008, passou a ser de 15%. Em 2015, a Lei nº 13.169/15 elevou novamente a alíquota da CSLL das instituições financeiras para 20%. Como a alíquota é mais alta para as instituições financeiras do que para as demais companhias, cuja alíquota é de 9%, o crédito tributário gerado pela dedutibilidade dos JSCP é maior para essas instituições, podendo chegar a 45% do lucro tributável. Nesses casos, o benefício tributário líquido pode chegar a 30%, quando considera-se o desconto dos 15% de IRRF da pessoa física recebedora dos JSCP dessas instituições (HOCH, 2017).

O maior benefício fiscal dos JSCP nas instituições financeiras pode explicar o resultado encontrado por Weber (2008), que verificou uma grande representatividade de distribuição de JSCP em relação ao total dos proventos distribuídos, sendo cerca de 75% do total de distribuição de lucros no período sob a forma de JSCP nas instituições financeiras pesquisadas.

Hoch (2017) verificou que o percentual de empresas que optam pelo pagamento de dividendos na forma de JSCP é consideravelmente maior para empresas financeiras (81,25% da amostra de instituições financeiras), em relação as companhias dos demais setores (40,36% da amostra de companhias não financeiras). Segundo a autora, isso se deve à diferença de alíquota de CSLL das instituições financeiras. Lembrando que, como a alíquota de CSLL é maior para as instituições financeiras, ocorre um maior benefício tributário com o pagamento de JSCP para essas instituições.

Em função das características dos JSCP, especialmente no que se refere à vantagem tributária proporcionada por sua dedução na apuração dos tributos incidentes sobre o lucro das empresas, associada à possibilidade de sua imputação aos dividendos mínimos obrigatórios, os JSCP serão computados no total dos proventos pagos da variável dependente da presente pesquisa.

2.3.3 Regulamentação Bancária

Em períodos de maior instabilidade econômica e alta de inflação, a intervenção dos órgãos fiscalizadores do setor financeiro, como o Banco Central do Brasil (BACEN), é de extrema importância para conter o descontrole da economia por meio do controle da taxa básica de juros e do estabelecimento de metas para a inflação. Seguindo as recomendações do Acordo da Basileia, o BACEN atua de forma a aperfeiçoar a capacidade das instituições financeiras absorverem choques provenientes do próprio setor financeiro ou dos demais setores da economia, diminuindo assim seu impacto no contexto econômico do país (BRASIL, 2017).

As instituições financeiras têm limitações normativas sobre a composição mínima do seu capital social. O BACEN é o órgão responsável por manter o nível de capital mínimo das instituições financeiras brasileiras, necessário para manter os níveis de liquidez e de solvência, das instituições por ele reguladas. O BACEN atua como órgão de regulação e supervisão da atividade bancária no Brasil, com intuito de atender às exigências normativas preestabelecidas no Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS – sigla para *Basel Committee on Banking Supervision*). O BCBS, também conhecido como comitê da Basileia, foi estabelecido em 1974, na cidade de Basileia, na Suíça, pelos presidentes dos bancos centrais dos países do Grupo dos Dez, organização internacional que reúne representantes de países desenvolvidos (G-10). Nesse comitê, são discutidas questões relacionadas ao setor financeiro, visando fortalecer a solidez e a segurança do sistema bancário internacional.

O estudo de Weber (2008), sobre a política de dividendos no setor financeiro brasileiro, sintetizou as exigências da regulamentação bancária no Brasil. O Brasil iniciou a adoção das regras do Comitê da Basileia em 1994, o qual exige um valor de patrimônio líquido mínimo, que deve ser permanentemente observado pelas instituições financeiras do Brasil. Conforme o Banco Central do Brasil (BRASIL, 2017), o índice de adequação de capital, mais conhecido como Índice de Basileia, é o requerimento mínimo exigido de capital baseado em recomendações internacionais emitidas pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia.

O Comitê da Basileia recomenda a relação mínima de capital para o setor bancário internacional de 8% entre o patrimônio líquido ajustado e os ativos ponderados de risco. A manutenção de um nível de capital mínimo serve como adequação entre o patrimônio e o grau de risco das operações financeiras. O BACEN tem como prática a sua adequação aos princípios estabelecidos pelo Comitê da Basileia determinando um índice mínimo de 11%

para as instituições financeiras em funcionamento no país (BRASIL, 2017), superior ao índice mínimo de 8% recomendado.

A exigência de uma razão mínima entre o patrimônio líquido dos bancos e seus ativos ponderados de risco, chamado de Patrimônio de Referência no setor financeiro, pode ser considerada como um limitador para a distribuição de lucros das instituições financeiras, tendo em vista que essas instituições podem reter mais lucro quando tiverem com nível baixo de capital. O Patrimônio de Referência é um mecanismo de proteção dos fundos dos depositantes e poupadores, ou seja, tem a função de preservar a instituição contra a insolvência de fundos. Magalhães, Urriaga e Tribó (2010) constataram que a restrição regulamentar de capital é eficaz para reduzir o risco e melhorar o desempenho dos bancos.

A adequada regulação do mercado financeiro implica no fortalecimento da confiança de depositantes e investidores e impactam diretamente a economia. Nesse sentido, as decisões de política de dividendos exercem um papel fundamental como conteúdo informacional implícito para investidores e consumidores de produtos e serviços bancários (EMIDIO *et al.* 2015; FORTI; SCHIOZER, 2015).

2.4 CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

As hipóteses desta pesquisa foram construídas a partir das variáveis de interesse selecionadas, que correspondem aos fatores com potencial explicativo da política de dividendos reportados na literatura. Espera-se identificar quais fatores determinam a política de dividendos do grupo de instituições financeiras e do grupo das demais companhias, bem como da amostra completa. A partir da análise das diferenças entre os fatores determinantes dos grupos da amostra, espera-se responder a seguinte questão: as instituições financeiras são diferentes das demais companhias em relação a sua política de dividendos?

Considerando o objetivo proposto e tendo como base os principais fatores determinantes da política de dividendos reportados nos estudos empíricos nacionais e internacionais revisados, apresenta-se a construção da hipótese nula, H₀, desta pesquisa:

H₀: As variáveis retorno sobre o patrimônio líquido, estabilidade da política de dividendos, alavancagem, tamanho da companhia, oportunidades de crescimento e concentração do controle acionário influenciam de maneira diferente a política de dividendos de instituições financeiras e não financeiras.

No caso de confirmação da hipótese nula, conclui-se que as instituições financeiras são diferentes das demais companhias no que diz respeito à política de dividendos. No caso de

rejeição de hipótese nula, pode-se concluir que as instituições financeiras não são diferentes das demais companhias no que diz respeito à política de dividendos. Nesse caso, apresenta-se a hipótese alternativa H1:

H1: As variáveis retorno sobre o patrimônio líquido, estabilidade da política de dividendos, alavancagem, tamanho da companhia, oportunidades de crescimento e concentração do controle acionário influenciam de maneira semelhante a política de dividendos de instituições financeiras e não financeiras.

O teste das hipóteses será conduzido por meio da análise dos coeficientes estimados das variáveis de interesse dos grupos de amostra desta pesquisa com o objetivo de evidenciar se há diferenças significativas nos fatores determinantes da política de dividendos entre os grupos de amostras e identificar quais são essas diferenças.

3 METODOLOGIA

Nessa seção serão descritas a coleta e o tratamento dos dados, a amostra total, os critérios de seleção dos grupos de amostras, o período completo pesquisado e a sua divisão em subperíodos. Posteriormente, serão descritos os aspectos metodológicos e as técnicas de análise utilizadas nesta pesquisa.

3.1 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

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).

Com a finalidade de estabelecer o critério de início de operação como companhia aberta na B3 e eventuais cancelamentos, as datas das aberturas e fechamentos de capital das companhias foram verificadas no site da CVM.

Após a coleta dos dados e do filtro das companhias com registro ativo na B3 nos períodos de análise, observou-se que algumas companhias não possuíam classificação de setor pelo critério Setor Bovespa e Segmento Bovespa na Economática. Para esses casos, utilizou-se o critério de classificação “Setor NAICS”, disponível nos dados da Economática para classificar essas companhias no setor correspondente e posteriormente selecionar o grupo de amostra das instituições financeiras. O setor NAICS representa a *North America Industrial Classification*, uma classificação setorial internacional estruturada em três níveis, contendo 313 setores em seu nível mais amplo.

Após a classificação dos setores e a separação dos grupos de amostras, avaliou-se as companhias que foram selecionadas primariamente no grupo de instituições financeiras. Optou-se por manter nesse grupo amostral somente as companhias com característica de banco comercial (bancos comerciais e múltiplos com carteira comercial). Para as companhias que não tinham característica de bancos comerciais, atribui-se a classificação “Financeiro e outros”, fazendo com que integrassem o grupo de amostra das demais companhias desta pesquisa.

As informações contábeis e financeiras extraídas do banco de dados Economática foram utilizadas para a obtenção das principais variáveis desta pesquisa, tais como a variável dependente Razão *Payout* (PAYOUT), que representa a política de dividendos das

companhias, e as variáveis independentes: 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).

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 da coleta de dados disponíveis na Economática no item que corresponde às aquisições de ações de própria emissão, integrante do Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) de 2000 a 2008, e do Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) de 2009 a 2016. As instituições financeiras da amostra não possuíam os dados de recompras na Economática até o ano de 2008. Conseqüentemente, foi necessário coletar manualmente o valor das recompras efetuadas por essas instituições nos períodos de 2000 a 2008 nas demonstrações financeiras divulgadas e disponíveis no site da CVM.

Os dados necessários para compor as variáveis econômicas inflação (IPCA) e taxa de juros Selic (TXJUR) foram coletados no site do BACEN. Os dados para a variável variação do produto interno bruto (PIB) foram coletados no site do IBGE.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população utilizada na presente pesquisa foi a totalidade de companhias abertas listadas na bolsa de valores B3 nos anos de 2000 a 2016 (período completo desta pesquisa). Lembrando que foram consideradas somente as companhias com registro ativo na B3 nos anos pesquisados, conforme consulta da data de abertura e fechamento de capital no site da CVM.

A escolha de companhias de capital aberto como amostra deve-se à dificuldade de obtenção de dados das empresas de capital fechado, especialmente das empresas não financeiras. Além disso, considera-se as potenciais diferenças teóricas no que se refere à política de dividendos das companhias que não possuem ações negociadas na bolsa. As decisões sobre a distribuição dos lucros aos acionistas das companhias de capital fechado não necessariamente estão sujeitas aos problemas de sinalização e agência que afetam suas contrapartes de capital aberto.

A amostra final comporta a totalidade das companhias de capital aberto com registro ativo na B3, incluindo as companhias do setor financeiro, após as seguintes exclusões:

- Exclusão das observações que apresentam patrimônio líquido negativo no período (832 observações, de um total de 6.669 observações iniciais), tendo em vista que essas companhias não costumam distribuir dividendos (FAMA; FRENCH, 2001; DENIS; OSOBOV, 2008);
- Exclusão dos dados sem informação na Economática. O principal dado com informações faltantes foi o valor de mercado das companhias (973 observações faltantes), que é estimado pela multiplicação do preço das ações negociadas na bolsa pelo total de ações das companhias. A quantidade de informações faltantes deve-se à falta de preço de mercado das ações de empresas com baixa liquidez e baixa frequência de negociação no mercado de capitais brasileiro (PROCIANOY; VANCIN; VOELCKER, 2016);
- Exclusão dos setores compostos por menos de quatro companhias, eliminando 810 observações. Essa exclusão deve-se ao cálculo da variável Alavancagem Alternativa (ALAVA) proposta para esta pesquisa. Devido a característica de alta alavancagem do setor financeiro em relação aos demais setores, foi preciso estabelecer uma métrica de alavancagem que possibilitasse a comparação dos grupos amostrais. Para isso, relativizou-se a alavancagem da empresa em relação a alavancagem média do setor no qual ela pertence. Optou-se por excluir os setores com menos de quatro companhias, pois em setores muito pequenos pode haver elevada variância nos níveis de alavancagem entre as empresas sem que seja possível a identificação de uma tendência confiável de alavancagem do setor em relação a média;
- Do número de observações completas (3.637, considerando as exclusões até aqui listadas), foram excluídas as observações com *payout* negativo no ano corrente (292 observações) e, posteriormente, as com *payout* negativo no ano anterior (178 observações). Esse último critério de exclusão deve-se ao fato de que *payouts* negativos representam pagamentos de dividendo em anos em que a companhia apurou prejuízo. Assim, o *payout* negativo não representa uma distribuição negativa do resultado da empresa, não tendo sentido sua manutenção na estimação de modelos econométricos (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). A partir dessa exclusão, a literatura indica a utilização do

método de regressão Tobit, eficiente para amostras nas quais a variável dependente apresenta muitos casos de valor zero e é continuamente distribuída em valores positivos (WOOLDRIDGE, 2014). Esse é o caso da amostra da presente pesquisa após a exclusão das observações com *payouts* inferiores a zero.

Na amostra resultante, a variável *payout* tem valor zero em 27% das observações (857 observações) e positivo em 73% das observações (2.310 observações). Portanto, após todas as exclusões listadas, a amostra completa resultante tem 3.167 observações empresa-ano, compreendendo 265 observações no grupo de amostra Instituições Financeiras e 2.902 no grupo Demais Companhias (conforme tabela 3).

Cabe destacar que as companhias que não estiveram ativas na B3 em todos os períodos pesquisados não foram excluídas da amostra, portanto a amostra resultante não incorreu no problema de viés de sobrevivência.

3.3 SELEÇÃO DOS GRUPOS DE AMOSTRAS

Com o objetivo de identificar as diferenças entre as companhias financeiras e não financeiras, a amostra completa desta pesquisa foi dividida em dois grupos amostrais, o grupo Instituições Financeiras e o grupo Demais Companhias. A título de exemplificação, utiliza-se os dados do ano-calendário 2016 para descrever os critérios de separação dos grupos amostrais adotados nesta pesquisa.

Nos dados relativos ao ano-calendário de 2016, coletados na Economática, identificou-se um total de 364 com registro de companhia aberta ativo na B3. Desse total, 83 companhias são classificadas no Setor Econômico Bovespa, denominado “Financeiro e outros”. Tal setor é composto pelos segmentos Bovespa Bancos e outros segmentos Bovespa classificados como: Seguradoras, Corretoras de Seguros, Serviços Financeiros Diversos, Sociedade de Crédito e Financiamento, Gestão de Recursos Financeiros, Intermediação Imobiliária, Exploração de Imóveis, Holdings Diversificadas e Outros.

Em consulta ao site do Banco Central do Brasil, foram analisadas as instituições financeiras bancárias classificadas como Bancos no Segmento Bovespa da Economática. Foram mantidas no grupo de instituições financeiras, aquelas instituições com característica de bancos múltiplos com carteira comercial ou bancos comerciais, reguladas pelo BACEN e que seguem as recomendações do Acordo de Basileia. As instituições que não se classificam

nos critérios anteriormente descritos foram agregadas às companhias dos outros segmentos do setor Financeiro e Outros, compondo o grupo de amostra Demais Companhias.

A Tabela 2 demonstra a divisão e a quantidade de companhias pertencentes aos setores econômicos, assim como o total de dividendos pagos e ativo total verificados nos dados de 2016 da Economática, após as exclusões necessárias para a realização desta pesquisa (conforme detalhado no item 3.2). Apresenta também o desdobramento dos setores e a subdivisão do setor Financeiro e Outros, utilizado na composição dos grupos amostrais.

Ao analisar a Tabela 2, é possível verificar a participação do Segmento Bancos no setor Financeiro e Outros e no total das companhias abertas. Percebe-se que, apesar do pequeno número de bancos no total de companhias abertas (16 instituições classificadas no Segmento Bovespa Bancos em 2016), essas instituições têm alta relevância no mercado de capitais brasileiro, representando 29% (20.108/69.384, em milhões de Reais) do total de proventos distribuídos e 76% (4.976.740/6.555.280, em milhões de Reais) dos ativos totais, em relação ao total de companhias listadas na B3 selecionadas na amostra final desta pesquisa, nos dados de 2016.

Tabela 2: Composição dos setores da B3 e separação dos grupos de amostras

Essa tabela apresenta o número de companhias por Setor Econômico Bovespa, a subdivisão do setor "Financeiro e outros" (Segmento Bovespa Bancos e outros segmentos), o número de companhias por grupos de amostra e sua representatividade em termos de Dividendos Pagos e Ativo Total na amostra completa selecionada para essa pesquisa, nos dados de 2016, coletados na Economática.

Setor Econômico Bovespa	Número de Companhias	Dividendos Pagos (em Reais milhões)	Ativo Total (em Reais milhões)
Bens Industriais	21	2.283	124.483
Consumo Cíclico	40	3.797	167.271
Consumo Não Cíclico	13	12.789	259.286
Financeiro e Outros			
* Segmento Bovespa Bancos	16	20.108	4.976.740
* Outros segmentos do setor Financeiro e Outros	27	13.542	365.249
Materiais Básicos	11	447	62.508
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	2.812	55.665
Saúde	11	1.229	24.774
Tecnologia da Informação	4	168	4.219
Telecomunicações	2	3.427	136.722
Utilidade Pública	33	8.784	378.363
Amostra Completa	182	69.384	6.555.280
Divisão dos grupos da Amostra Completa			
Grupo Instituições Financeiras	16	20.108	4.976.740
Grupo Demais Companhias	166	49.277	1.578.540

Fonte: elaborada pela autora, a partir de dados da Economática, de 31/12/2016.

Destaca-se que a Tabela 2 tem como base as informações da amostra de companhias abertas de 2016 selecionadas para esta pesquisa, e que foi utilizado o mesmo critério de seleção dos grupos de amostras nos outros períodos pesquisados. Salienta-se que os outros períodos podem ter quantidades diferentes de companhias, nos grupos e na amostra completa, considerando que as companhias abertas com cadastro ativo na bolsa de valores brasileira podem variar ao longo dos anos e não há dados disponíveis de todas as companhias em todos os anos.

O número de companhias ativas na B3 selecionados para essa pesquisa, após as exclusões enumeradas no item 3.2, é apresentado de forma agregada por período, nos grupos amostrais e na amostra completa, na tabela 3. O número de observações no período completo, nos grupos de amostra e na amostra completa, pode ser verificado na linha “Totais”, no final da tabela 3, relativamente as colunas que representam o número de companhias. A referida tabela apresenta também o valor dos dividendos pagos e ativo total por período e no período completo (na linha “Totais”).

Tabela 3: Composição dos grupos de amostra nos períodos pesquisados. A Tabela 3 apresenta o número de companhias por período, por grupo de amostra e na amostra completa. Apresenta também o total de dividendos pagos e ativo total por grupo de amostra, nos períodos pesquisados. A coluna "Amostra Completa" apresenta o número de observações por período. O total de observações por grupo e na amostra completa, bem como o total de dividendos pagos e ativos totais no período completo podem ser verificados na linha "Totais", no final da tabela.

Período	Número de companhias			Dividendos pagos (em Reais milhões)		Ativo Total (em Reais milhões)	
	Instituições Financeiras	Demais Companhias	Amostra Completa	Instituições Financeiras	Demais Companhias	Instituições Financeiras	Demais Companhias
2000	11	138	149	1.315	9.219	309.980	480.844
2001	11	142	153	1.556	15.020	369.406	588.122
2002	13	135	148	4.190	6.835	675.548	569.916
2003	14	135	149	6.255	13.718	744.315	587.825
2004	16	157	173	4.730	24.652	802.346	784.303
2005	14	160	174	8.906	32.076	892.758	868.561
2006	12	163	175	8.246	37.855	935.312	1.298.041
2007	11	170	181	9.505	42.943	1.200.430	1.443.635
2008	19	175	194	13.334	47.274	2.246.527	2.012.826
2009	18	182	200	13.263	49.184	2.298.982	2.190.097
2010	19	196	215	16.620	51.190	2.753.527	2.327.388
2011	18	194	212	18.527	71.018	3.196.008	2.630.821
2012	18	194	212	18.484	53.774	3.700.606	2.627.117
2013	18	207	225	19.561	55.740	4.032.932	2.511.108
2014	19	207	226	18.034	65.078	4.530.078	1.977.939
2015	18	181	199	23.063	49.336	4.719.972	1.683.139
2016	16	166	182	20.108	49.277	4.976.740	1.578.540
Totais	265	2902	3167	205.699	674.189	38.385.469	26.160.221

Fonte: elaborada pela autora, a partir dos dados coletados na Economática.

3.4 PERÍODO COMPLETO E SEPARAÇÃO EM SUBPERÍODOS

A presente pesquisa utilizou dados públicos das companhias abertas brasileiras, listadas na B3, nos períodos de 2000² a 2016 (período completo). A escolha do período inicial desta pesquisa deve-se à estabilidade monetária no Brasil, decorrente do controle inflacionário obtido a partir do implemento do Plano Real em julho de 1994. Optou-se pela utilização dos dados após o quinto ano-calendário subsequente à implantação do Plano Real, considerando que os primeiros anos da nova moeda foram de adaptação da economia à estabilidade monetária no país.

Segundo Procianny (2006), antes de 1994, os investidores não consideravam o retorno obtido com dividendos como expectativa de retorno relevante no mercado brasileiro, pois o valor monetário dos dividendos era rapidamente corroído pela alta da inflação e a retenção dos lucros era fonte essencial de financiamento de novos projetos das companhias. Somente no período pós-estabilização do processo inflacionário, ocorridos nos anos posteriores à implantação do plano Real, percebe-se os dividendos como parte importante do retorno pelo capital investido.

A presente pesquisa utiliza a análise de dados em painel, tendo em vista a consideração das informações a respeito da política de dividendos das companhias abertas brasileiras ao longo dos períodos pesquisados. No entanto, uma análise de dados em um longo intervalo de tempo pode apresentar muita variação ao longo dos períodos para cada sujeito observado e isso pode levar a estimativas tendenciosas (GUJARATI; PORTER, 2011, WOOLDRIDGE, 2014). Logo, a literatura apresenta recomendações no sentido de se analisar as variações entre os elementos observados em um intervalo específico de tempo, geralmente com características em comum. Nesse sentido, a utilização de subperíodos em pesquisas com dados em painel em um intervalo longo de tempo é desejável do ponto de vista estatístico (SMITH; FUERTES, 2016).

Portanto, além da análise no período completo (de 2000 a 2016), os dados foram analisados em intervalos menores de tempo com características em comum (subperíodos). A divisão do período completo em subperíodos com características semelhantes tem como objetivo testar a robustez dos resultados do modelo inicial no período completo desta pesquisa.

² Os 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.

Para operacionalização da divisão do período completo em subperíodos, levou-se em consideração os principais ciclos econômicos identificados por Kappel (2017), com base na divulgação de relatórios do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE)³. Logo, a divisão dos subperíodos foi feita por meio da identificação de anos seguidos com características semelhantes, geralmente associadas a ciclos contínuos de instabilidade ou estabilidade econômica. Considerou-se os picos de recessão ou de expansão da economia brasileira, adaptados da pesquisa de Kappel (2017), para a definição dos anos limítrofes dos subperíodos estipulados, sendo eles os anos de 2003, 2006, 2009 e 2013.

O uso desses critérios, resultou na divisão do período completo em cinco subperíodos que evidenciam os ciclos econômicos com características de instabilidade ou estabilidade da economia brasileira. Contudo, cada subperíodo está identificado na Tabela 4 e pode ser descrito de acordo com as seguintes características:

Tabela 4: Divisão do período completo em subperíodos. Divisão dos subperíodos, de acordo com os ciclos econômicos identificados por Kappel (2017) e divulgados pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE).

Subperíodos	Anos	Características do subperíodo
1	2000 a 2003	Ciclo de instabilidade econômica no Brasil devido à busca do controle da inflação, ainda em decorrência da implantação do Plano Real em 1994. Primeiro mandato do presidente Lula.
2	2004 a 2006	Períodos subsequentes de controle da inflação e moeda estável.
3	2007 a 2009	Corresponde aos períodos de crise financeira mundial, resultante da crise do <i>subprime</i> nos Estados Unidos.
4	2010 a 2013	Períodos subsequentes de expansão da atividade econômica no Brasil, evidenciado por períodos de baixa na taxa de juros SELIC.
5	2014 a 2016	Forte crise política no Brasil, resultando no processo de <i>impeachment</i> da presidente Dilma Rousseff em 2016.

Fonte: elaborada pela autora.

3.5 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para selecionar as variáveis dependentes e independentes para a especificação dos modelos econométricos desta pesquisa, levou-se em consideração as variáveis utilizadas nos estudos empíricos nacionais e internacionais sobre os fatores determinantes da política de dividendos, tanto em instituições financeiras, quanto nos estudos de política de dividendos que excluem o setor financeiro. As principais variáveis observadas como relevantes na

³CODACE é um comitê independente, criado pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, com o objetivo de estabelecer uma cronologia de ciclos econômicos no Brasil.

literatura foram incluídas no modelo econométrico e algumas delas foram adaptadas, em razão da comparabilidade da amostra de instituições financeiras com a amostra das demais companhias, conforme descrito nos subitens seguintes.

3.5.1 Variável dependente

Utiliza-se a razão dos proventos pagos no período sobre o lucro líquido da companhia no período (PAYOUT) como variável dependente da presente pesquisa. Considerou-se o PAYOUT como variável representativa da política de dividendos das companhias, sendo ela a variável a ser explicada por meio do modelo de regressão Tobit, utilizado nesta pesquisa.

Como proventos pagos, entende-se o total de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP) distribuídos pela companhia nos períodos. A Lei nº 9.249/95 criou a possibilidade de que as empresas brasileiras remunerem seus acionistas por meio dos JSCP e concedeu a possibilidade de que as empresas imputam o valor pago em JSCP no valor do dividendo mínimo obrigatório. Algumas empresas distribuem o máximo de lucro permitido pela Lei através de JSCP, enquanto outras não utilizam essa forma de remuneração aos acionistas, apesar da vantagem tributária que a empresa obtém ao distribuir os lucros através dos JSCP (HOCH, 2017).

Como os JSCP podem ser imputados no pagamento de dividendos, eles fazem parte da política de dividendos das empresas brasileiras e devem ser considerados no total de proventos pagos aos acionistas. Devido a norma da CVM⁴ explicitar a adoção do valor líquido na imputação dos JSCP no total dos proventos pagos pelas companhias, adota-se os valores de JSCP líquidos de IRRF para o cálculo da variável dependente desta pesquisa (HOCH, 2017).

A escolha do PAYOUT como variável dependente considera que tal variável é adequada para a comparação da proporção dos proventos pagos entre empresas de portes diferentes (WEBER, 2008), além de ser uma variável dependente muito utilizada na literatura empírica de política de dividendos. Procianoy, Vancin e Voelcker (2016) entendem que a razão *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 variável dependente é calculada conforme a equação 1, a seguir.

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.

$$PAYOUT_{i,t} = Prov_{i,t}/LL_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$Prov_{i,t}$ = proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio, líquido de IRRF) pagos pela empresa i no período t ; e

$LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i no período t .

3.5.2 Variáveis independentes

3.5.2.1 Variáveis de interesse

A presente pesquisa teve como ponto de partida as variáveis independentes utilizadas por Heineberg e Procianny (2003), no estudo que relacionou fatores da política de dividendos em empresas não financeiras, complementadas por algumas variáveis utilizadas por Weber (2008) em seu estudo sobre a política de dividendos no setor financeiro brasileiro. Outros estudos anteriores sobre fatores determinantes da política de dividendos, como Fonteles *et al.* (2012), Silva e Dantas (2015) e Forti, Peixoto e Alves (2015), também foram utilizados como referência para a seleção das variáveis. A seguir são apresentadas as formas de cálculo das variáveis de interesse utilizadas no presente estudo e as relações esperadas.

- a) **Retorno sobre o Patrimônio Líquido:** propõe-se a utilização da variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) como medida de lucratividade das companhias. O ROE (*Return on Equity*) é um índice de retorno contábil, que mede como foi o desempenho da empresa no período, em termos de lucratividade (ROSS *et al.*, 2013). O papel desse índice é representar quanto uma empresa gera de lucro no período em relação ao seu capital investido, então propõe-se calcular o ROE por meio do lucro líquido do período em relação ao patrimônio líquido do período anterior.

$$ROE_{i,t} = LL_{i,t}/PL_{i,t-1} \quad (2)$$

Onde:

$LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i no período t ; e

$PL_{i,t-1}$ = patrimônio líquido da empresa i no período anterior $t-1$.

É esperada uma relação positiva entre a lucratividade da empresa e os proventos pagos, tanto nas instituições financeiras como nas demais companhias. Espera-se que as companhias mais lucrativas consigam captar recursos no mercado de dívidas com mais facilidade e a menor custo e, portanto, não precisem reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros. Em consequência disso, essas companhias tendem a distribuir mais dividendos. Heineberg e Procianoy (2003) encontraram uma relação positiva entre a lucratividade e o pagamento de dividendos e consideram a variável como um dos principais fatores determinantes para o pagamento de proventos no Brasil. Weber (2008) e Abreu e Gulamhussen (2013) também encontraram significância estatística e relação positiva entre a variável retorno e a política de dividendos das instituições financeiras.

- b) **Estabilidade da Política de Dividendos:** como medida da estabilidade da política de dividendos (EPD), utiliza-se o *payout* do ano anterior como valor de referência para a distribuição dos dividendos correntes, da mesma forma que Heineberg e Procianoy (2003) e Vancin e Procianoy (2016) utilizaram, conforme descrito a seguir.

$$EPD_{i,t} = PAYOUT_{i,t-1} \quad (3)$$

Onde:

$PAYOUT_{i,t-1}$ = *payout* do período anterior, expressa pelo valor dos proventos pagos pela empresa *i* no período anterior *t-1*, dividido pelo lucro líquido da empresa *i* no período anterior *t-1*.

É esperada uma relação positiva entre o *payout* do ano e o *payout* do ano anterior. A literatura internacional reporta uma tendência em manter o nível de pagamento de dividendos estável, devido ao possível efeito sinalizador dos dividendos, os quais têm conteúdo informacional, tanto em companhias não financeiras (BRAV *et al.*, 2005), quanto em companhias financeiras (DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002; HIRTLE, 2014).

Segundo os autores pesquisados, uma mudança na política de dividendos pode dar sinais aos investidores sobre situação financeira da empresa. Heineberg e Procianoy (2003) consideram a estabilidade dos dividendos como o segundo fator com maior poder explicativo na determinação dos proventos pagos nas companhias não financeiras brasileiras. Conforme os autores, as empresas baseiam-se no valor pago no ano anterior para balizar a decisão do

período atual. Weber (2008) também encontrou relação positiva entre os proventos pagos no trimestre, relacionados aos proventos pagos no trimestre anterior nos bancos brasileiros.

- c) **Alavancagem Alternativa:** esta pesquisa utiliza como *proxy* para estimar a alavancagem das companhias, a variável Alavancagem Alternativa (ALAVA). Para formar a variável ALAVA, utiliza-se, primeiramente, o índice *equity multiplier* (fórmula 4) como medida de alavancagem padrão (ALAV).

➤ Alavancagem padrão(ALAV):

$$ALAV_{i,t} = AT_{i,t}/PL_{i,t} \quad (4)$$

Onde:

$ALAV_{i,t}$ = alavancagem da empresa i no período t, medida pelo índice *equity multiplier*;

$AT_{i,t}$ = ativo total da empresa i no período t; e

$PL_{i,t}$ = patrimônio líquido da empresa i no período t.

Ross *et al.*, (2013) destaca o *equity multiplier* como uma das formas de medir o endividamento total das companhias. Silva e Dantas (2015) utilizaram o esse índice como medida representativa do grau de alavancagem das instituições financeiras. Portanto, optou-se por utilizar o índice *equity multiplier* como medida de alavancagem padrão das companhias. A utilização de tal índice foi necessária para compor a fórmula da Alavancagem Alternativa (ALAVA), que será detalhada a seguir.

A alta alavancagem é uma característica do setor financeiro, tendo em vista que as dívidas das empresas financeiras constituem o seu capital de giro. Weber (2008) destaca que a alta alavancagem é um dos motivos encontrados na literatura para a exclusão do setor financeiro das pesquisas sobre política de dividendos.

Tendo em vista essa diferença nos níveis de alavancagem, característica das instituições financeiras, e com o objetivo de melhorar a comparabilidade entre os grupos de amostras desta pesquisa, propõe-se um método alternativo para estimação do grau de alavancagem, a variável ALAVA. Essa variável é obtida por meio da diferença entre a alavancagem da companhia e a alavancagem média do

setor ao qual ela pertence, dividida pela alavancagem média do setor ao qual ela pertence, conforme descrito na fórmula 5.

➤ Alavancagem Alternativa (ALAVA):

$$ALAVA_{i,t} = (ALAV_{i,t} - ALAV \text{ média}_{s,t}) / ALAV \text{ média}_{s,t} \quad (5)$$

Onde:

$ALAV_{i,t}$ = grau de alavancagem, medido pela razão de ativo total sobre patrimônio líquido da empresa i no período t ; e

$ALAV \text{ média}_{s,t}$ = alavancagem média do setor s no período t , estimada pela razão média, de ativo total sobre patrimônio líquido, do setor no qual a empresa está inserida.

É esperada uma relação negativa entre a variável ALAVA e a variável dependente, tendo em vista que empresas muito endividadas tendem a pagar menos dividendos. Conforme Wickboldt (2011), quanto maior a alavancagem, maior será a retenção de lucros e, consequentemente, menor será a distribuição de dividendos. Essa relação negativa entre a alavancagem e a variável dependente é esperada também para as instituições financeiras. Silva e Dantas (2015) destacam que os investidores percebem as instituições financeiras altamente alavancadas como de maior risco, com consequências no valor de mercado dessas entidades.

- d) **Tamanho:** utiliza-se a variável tamanho (TAM), como estimativa de tamanho da companhia. Para essa medida, utiliza-se o logaritmo natural do ativo total da companhia, definição também utilizada por Weber (2008) e Forti, Peixoto e Alves (2015).

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

Onde:

$\text{Ln}(AT_{i,t})$ = logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t .

O tamanho é um fator determinante que é frequentemente encontrado nos estudos de política de dividendos e espera-se uma relação positiva dessa variável com o *payout*. 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. Vancin e Procianoy (2016) encontraram uma relação positiva entre o tamanho da companhia e a decisão de pagar dividendos em companhias não financeiras brasileiras. No mesmo sentido, Dickens, Casey e Newman (2002) e Abreu e Gulamhussen (2013) verificaram que o tamanho foi um dos principais fatores explicativos da política de dividendos das instituições financeiras pesquisadas.

- 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).

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

Onde:

$VM_{i,t}$ = valor de mercado da empresa i no período t ;

$VP_{i,t}$ = valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no período t .

Farre-mensa, Michaely e Schmalz (2014) destacaram que as decisões de investimento impactam a política de dividendos das empresas. As companhias que apresentam maiores oportunidades de crescimento tendam a reter mais lucros e, conseqüentemente, podem apresentar menores índices de pagamento de dividendos (ROZEFF, 1982). Levando em consideração que os investimentos e os dividendos concorrem pelos mesmos recursos, pode-se esperar uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o *payout* (VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Em sentido contrário, o estudo de Fonteles *et al.* (2012) destaca que as projeções de investimentos futuros ou a estimação das oportunidades de crescimento das companhias provocam um aumento na distribuição de dividendos, visto que os gestores pagam mais dividendos diante de perspectivas consistentes de crescimento de fluxo de caixa. Tendo em vista o efeito sinalizador dos dividendos, destacado na literatura como indicativo de boas perspectivas da companhia para o mercado (BAKER; POWELL, 1999; LOSS; SARLO

NETO, 2003) espera-se que as companhias com maiores oportunidades de crescimento mantenham ou aumentem o nível de distribuição de dividendos.

Apesar da ambiguidade verificada nos resultados reportados na literatura, espera-se uma relação positiva entre essa variável MKT e o *payout* em função do efeito sinalizador dos dividendos.

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

$$CONC_{i,t} = \frac{TOTAL\ DE\ AÇÕES\ ORD.\ DO\ MAIOR\ ACIONISTA_{i,t}}{TOTAL\ DE\ AÇÕES\ ORDINÁRIAS_{i,t}} \quad (8)$$

Pode-se esperar uma relação negativa entre a CONC e o PAYOUT, tendo em vista que os acionistas controladores podem ter interesse a reter uma parcela maior de lucros para aplicar em investimentos futuros ou expropriar recursos da companhia, provocando uma redução no *payout* (DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002; SANTOS, 2008).

Por outro lado, quanto maior é o controle acionário, maior costuma ser a demanda por dividendos por parte dos minoritários e detentores de ações preferenciais. Esses investidores tendem a requerer um maior pagamento de dividendos, tendo em vista a redução dos conflitos de interesses, pela redução das sobras de caixa em poder dos acionistas controladores (DECOURT, 2009). Nesse contexto, o pagamento de dividendos é utilizado como redutor dos conflitos de agência na relação principal-principal, ou seja, entre acionistas majoritários e minoritários (PROCIANOY, 1994).

Fonteles *et al.* (2012) inferiram que a alta concentração acionária é uma das variáveis explicativas para uma política de dividendos elevados nas companhias brasileiras, financeiras e não financeiras, pertencentes ao IDIV (Índice de Dividendos da B3), em linha com a hipótese da utilização dos dividendos como redutores dos custos de agência, prevista na literatura.

Embora a relação esperada seja ambígua, espera-se que as companhias com maior concentração do controle acionário distribuam mais dividendos que as companhias não concentradas, com o objetivo de reduzir os conflitos de interesse entre os acionistas minoritários e controladores.

- g) **Dummy para Instituições Financeiras:** variável binária denominada D_Bancos, que assume valor 1 (um) quando a companhia pertence ao grupo Instituições Financeiras e 0 (zero) nos demais casos. Utiliza-se essa variável somente no segundo modelo econométrico desta pesquisa, como termo de interação com as variáveis de interesse. A sua finalidade é verificar se há efeito diferencial relevante em cada variável de interesse atrelado ao fato da companhia ser instituição financeira.

3.5.2.2 Variáveis de controle

Propõe-se a adoção de variáveis de controle verificadas na literatura de política de dividendos, tendo em vista a relevância dessas variáveis nos resultados dos estudos anteriores (WEBER, 2008; FONTELES *et al.*, 2012; SILVA; DANTAS, 2015; FORTI *et al.*, 2015). São variáveis de controle da presente pesquisa, as seguintes:

- a) **Risco:** a maioria dos estudos utiliza o coeficiente beta como medida de risco para as companhias, 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; ARAUJO, 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 na presente pesquisa foi uma adaptação da variável utilizada por Ferreira (2016). Optou-se por utilizar a volatilidade dos lucros como medida de risco das companhias pesquisadas. Para estimar a volatilidade dos lucros, utiliza-se a distância do ROA da companhia no período, para o ROA médio da companhia no período completo. Ou seja, primeiro foi calculado a média do ROA de cada companhia no período completo e depois foi calculado a distância entre cada observação e a a média calculada. O ROA é expresso pelo lucro líquido, dividido pelo ativo total. A variável RISK desta pesquisa será estimada conforme a fórmula seguinte:

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

Onde:

$ROA_{i,t}$ = retorno sobre o ativo, expresso pelo Lucro Líquido da empresa i no período t , dividido pelo Ativo Total da empresa i no período t ;

\overline{ROA}_i = ROA médio da empresa i no período completo (Σt).

- b) **Fluxo de Caixa:** Miller e Modigliani (1961) argumentavam que o valor da empresa independe da remuneração dos investidores, mas sim do seu fluxo de caixa. Utiliza-se a variável fluxo de caixa (FCO) como variável de controle para esta pesquisa, uma vez que o montante de fluxo de caixa operacional gerado pelas empresas está relacionado com os custos de financiamento externo, com o montante de caixa que ficará retido na empresa e com o valor que será distribuído para os acionistas.

A expectativa é que as empresas maiores e com fluxo de caixa livre maior paguem mais dividendos. Segundo a teoria de agência, empresas com excesso de caixa, utilizam o pagamento de dividendos aos seus acionistas como uma tentativa de reduzir os custos de agência, diminuindo o montante de caixa a disposição dos gestores (EASTERBROOK, 1984).

Optou-se por utilizar o resultado operacional dividido pelo ativo total para o cálculo da variável representativa do fluxo de caixa para esta pesquisa. A divisão pelo ativo total deve-se à possibilidade de comparação que a divisão proporciona quando as companhias têm tamanhos muito diferentes.

Os indicadores de resultado operacional utilizados no cálculo dessa variável foram: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) para o grupo de companhias não financeiras e resultado operacional, somado à depreciação e à amortização para o grupo das instituições financeiras. Optou-se por utilizar medidas de resultado operacional que tivessem a mesma representatividade econômica para os dois grupos amostrais. Levando em consideração que o EBITDA não tem a mesma representação econômica para as instituições financeiras, devido a ausência de receitas e despesas financeiras na sua demonstração de resultados, optou-se por utilizar o resultado operacional somado à depreciação e à amortização para essas instituições.

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

Onde:

$RO_{i,t}$ = resultado operacional da empresa i no período t; e

$AT_{i,t}$ = ativo total da empresa i no período t.

O fluxo de caixa das atividades operacionais, informação que integra a Demonstração dos Fluxos de Caixa, só começou a ser divulgado por companhias abertas no Brasil a partir de 2008. A utilização do Fluxo de Caixa das atividades operacionais em apenas uma parte da amostra poderia distorcer substancialmente os resultados. Por isso, optou-se por utilizar o resultado operacional da empresa calculado a partir do EBITDA, ou a partir do resultado operacional mais depreciação e amortização nas companhias que não possuem EBITDA, como *proxy* para o fluxo de caixa das operações, visto que esses dados estão disponíveis para todo o período de análise.

- 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 podem ser 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), pois, 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. Portanto, optou-se por utilizar as recompras de ações como variável de controle para a presente pesquisa e não como complemento ao *payout*.

As recompras de ações não são muito utilizadas no Brasil, tendo em vista a desvantagem fiscal do ganho de capital obtido na negociação de ações sobre a distribuição de lucros de maneira direta aos acionistas, ou seja, por meio de dividendos ou JSCP. 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.

Utiliza-se o valor das recompras efetuadas pela empresa no período, dividido pelo valor de mercado da empresa 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.

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

Onde:

Valor das recompras_{i,t} = valor das recompras de ações da empresa i no período t; e

VM_{i,t-1} = valor de mercado da empresa i no período t-1.

Cabe ressaltar que, nos períodos em que as ações tiverem 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 ficar mal dimensionado. No entanto, 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.

- d) **Dummy de Controle Estatal ou Privado:** de acordo com a literatura pesquisada, a participação acionária do governo e a presença de representante 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 companhias, utiliza-se a variável *dummy* de controle estatal ou privado (DCTE). A DCTE é expressa por uma variável *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:** além das variáveis de controle descritas anteriormente, considera-se importante a utilização de variáveis econômicas para esta pesquisa.

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) serão utilizadas no modelo econométrico, tendo em vista a expectativa de que elas possam influenciar os níveis de distribuição de dividendos no Brasil.

Na variável Inflação, foram utilizados os dados do Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) efetivo anual. Utilizou-se a inflação efetiva do período, divulgada pelo Banco Central do Brasil (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) também divulgada pelo BACEN.

Os dados de variação do PIB foram consultados diretamente no site do Instituto Brasileira de Economia e Estatística (IBGE).

Apresenta-se, a seguir, a Tabela 5, com a síntese das variáveis utilizadas no modelo econométrico e a relação esperada em relação ao *payout* das companhias, assim como as principais referências bibliográficas que a suportam.

Tabela 5 – Descrição das variáveis do modelo econométrico

Variável dependente	Descrição da variável	Referência	
Razão <i>payout</i> (PAYOUT)	Proventos (Dividendos e JSCP) / Lucro Líquido	Procianoy, Vancin, & Voelcker (2016)	
Variáveis de interesse	Descrição da variável	Relação esperada	Referência
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido do ano/Patrimônio Líquido do ano anterior	+	Vancin e Procianoy (2016)
Estabilidade da Política de Dividendos (EPD)	<i>Payout</i> do ano anterior	+	Heineberg e Procianoy (2003) e Vancin e Procianoy (2016)
Alavancagem Alternativa (ALAVA)	(Alavancagem da empresa - Alavancagem média do setor) / Alavancagem média do setor	-	Weber (2008) e Forti et al (2015)
Tamanho (TAM)	Log do Ativo Total	+	Weber (2008) e Forti et al (2015)
Oportunidades de Crescimento (MKT)	Valor de Mercado/ Valor Patrimonial	+	Fonteles et al. (2012)
Concentração do Controle Acionário (CONC)	Quantidade de ações ordinárias do acionista controlador/Total de ações ordinárias da companhia	+	Fonteles et al. (2012)
<i>Dummy</i> para Instituições Financeiras (D_Bancos)	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 quando a companhia pertence ao grupo Instituições Financeiras, e 0 nos demais casos.		
Variáveis de controle	Descrição da variável	Relação esperada	Referência
Risco (RISK)	Volatilidade dos lucros (distância do ROA da empresa no ano para o ROA médio da empresa no período completo)	-	Ferreira (2016)
Fluxo de Caixa (FCO)	Resultado operacional da companhia no período/Ativo Total	+	Weber (2008)
Recompras de Ações (REC)	Recompras de ações no período/Valor de Mercado	-	Silva e Dantas (2015)
<i>Dummy</i> de Controle Estatal ou Privado (DCTE)	<i>Dummy</i> de controle acionário, que assume valor 1 para controle privado e 0 para controle estatal	+	Weber (2008)
Inflação (IPCA)	Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado no ano calendário	+	Heineberg e Procianoy (2003)
Variação do Produto Interno Bruto (PIB)	Variação do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil no período	-	Weber (2008)
Taxa de Juros Real (TXJUR)	Taxa de juros SELIC do período, ajustada a inflação (IPCA) efetiva do período	-	Weber (2008)

Fonte: elaborado pela autora

3.6 MODELO ECONOMÉTRICO

A presente pesquisa se propôs a analisar os resultados do modelo econométrico aplicado a cada grupo de amostra e também à amostra completa, com o objetivo de identificar as diferenças entre os grupos. A análise da amostra completa deve-se ao objetivo de verificar se as diferenças encontradas nos fatores determinantes dos dois grupos de amostra justificam a exclusão do setor financeiro das pesquisas sobre o tema.

A partir da análise dos resultados das regressões em conjunto, esta pesquisa se propõe a verificar se os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras são diferentes dos fatores determinantes da política de dividendos das demais companhias e quais são as diferenças.

O modelo econométrico proposto inicialmente permite verificar o efeito dos principais fatores determinantes reportados na literatura de política de dividendos produzem no *payout* dos grupos de amostras e na amostra completa. Apresenta-se na equação a seguir, o modelo econométrico, construído em função do exposto nos parágrafos anteriores:

$$\begin{aligned}
 PAYOUT_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 EPD_{i,t} + \beta_3 ALAVA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 MKT_{i,t} + \\
 & \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 RISK_{i,t} + \beta_8 FCO_{i,t} + \beta_9 IPCA_t + \beta_{10} PIB_t + \beta_{11} TXJUR_t + \beta_{12} REC_{i,t} + \\
 & \beta_{13} DCTE_{i,t} + v_{i,t} \quad (12)
 \end{aligned}$$

Onde:

β_0 = intercepto do modelo;

β_{1-6} = coeficientes das variáveis de interesse do modelo;

β_{7-13} = coeficientes das variáveis de controle do modelo;

$PAYOUT_{i,t}$ = dividendos e juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido da empresa i no período t;

$ROE_{i,t}$ = lucratividade da empresa i no período t;

$EPD_{i,t}$ = estabilidade da política de dividendos, representada pelo *payout* da empresa i no período anterior t-1;

$ALAVA_{i,t}$ = diferença da alavancagem da empresa 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;

$TAM_{i,t}$ = tamanho de empresa i no período t;

$MKT_{i,t}$ = oportunidades de crescimento, medido pelo índice *market-to-book* da empresa i no período t;

$CONC_{i,t}$ = concentração de ações ordinárias do maior acionista sobre o total de ações ordinárias da empresa i no período t;

$RISK_{i,t}$ = volatilidade dos lucros, representada pela distância do ROA da empresa i no período t, para a média do ROA da empresa i no período total ($\sum t$);

$FCO_{i,t}$ = resultado operacional da empresa i no período t , dividido pelo ativo total da empresa 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;

$REC_{i,t}$ = valor das recompra de ações da empresa i no período t , dividido pelo valor de mercado da empresa i no período $t-1$;

$DCTE_{i,t}$ = *dummy* de tipo de controle acionário da empresa i no período t (1 quando for controle privado e 0 quando for controle estatal);

$v_{i,t}$ = variável de erro composto, que inclui ϵ_i , efeitos invariantes no tempo e específicos para cada firma; e $u_{i,t}$, um termo de erro estocástico que varia no tempo e no *cross-section*.

Para complementar a análise estatística das diferenças entre os efeitos que os principais fatores determinantes reportados na literatura de política de dividendos produzem no *payout* dos grupos de amostra apresenta-se, na equação a seguir, o modelo econométrico incluindo os termos de interação entre as variáveis de interesse e a variável D_Bancos , indicadora do pertencimento ao grupo Instituições Financeiras.

$$\begin{aligned}
 PAYOUT_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 EPD_{i,t} + \beta_3 ALAVA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 MKT_{i,t} \\
 & + \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 RISK_{i,t} + \beta_8 FCO_{i,t} + \beta_9 IPCA_t + \beta_{10} PIB_t + \beta_{11} TXJUR_t \\
 & + \beta_{12} REC_{i,t} + \beta_{13} DCTE_{i,t} + \beta_{14} ROE_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} \\
 & + \beta_{15} EPD_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} + \beta_{16} ALAVA_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} \\
 & + \beta_{17} TAM_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} + \beta_{18} MKT_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} \\
 & + \beta_{19} CONC_{i,t} \times D_Bancos_{i,t} + \beta_{20} D_Bancos_{i,t} \\
 & + v_{i,t} \qquad \qquad \qquad (13)
 \end{aligned}$$

Onde:

$\beta_{14} - \beta_{19}$ = coeficientes dos termos de interação entre a variável D_Bancos e as variáveis de interesse.

β_{20} = coeficiente da variável D_Bancos

$D_Bancos_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor 1 quando a companhia é integrante do grupo Instituições Financeiras e zero nos demais casos;

Sendo as demais variáveis definidas conforme a equação (12)

Os coeficientes β_{14} a β_{19} devem ser interpretados como o efeito diferencial nas respectivas variáveis interesse, mantidas as demais constantes. Ilustra-se esse efeito

diferencial com a análise hipotética do efeito da EPD sobre *payout*. O efeito da EPD sobre *payout* para as demais companhias, é dado pelo coeficiente β_2 , mantidas as demais variáveis constantes. O efeito de EPD para companhias integrantes do grupo instituições financeiras é obtido por meio da soma dos coeficientes β_2 e β_{15} , mantidas as demais variáveis constantes. O coeficiente β_{15} , analisado individualmente, representa a diferença entre o efeito de EPD no *payout* sendo a empresa pertencente ao grupo instituições financeiras, em relação às demais companhias. Caso os coeficientes β_{14} a β_{19} sejam estatisticamente significantes, será identificada diferença relevante entre instituições financeiras e demais companhias no que se refere ao impacto dos fatores determinantes da política de dividendos no *payout*.

3.7 TÉCNICAS DE ESTIMAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

3.7.1 Dados em Painel

De acordo com Gujarati e Porter (2011), havendo uma combinação de vários períodos de tempo e um grande número de empresas é recomendado o uso de dados em painel. Dessa forma, as observações são consideradas em duas dimensões, unidade amostral (empresas) e período (tempo). No modelo de dados em painel, é possível verificar os efeitos combinados, que não poderiam ser observados simplesmente em um corte transversal puro ou em uma série temporal pura.

A presente pesquisa analisou os fatores determinantes da política de dividendos na amostra completa, no grupo de instituições financeiras e no grupo das demais companhias abertas, utilizando a combinação de análise de dados em corte transversal (*cross section*), com uma série de tempo de 17 anos (período completo). Tendo em vista a análise combinada de séries temporais com observações de *cross section*, o presente estudo adaptou o modelo básico proposto por Heineberg e Procianny (2003) para um modelo econométrico utilizando dados em painel.

Uma característica da amostra dessa 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 por que nem todas as companhias estiveram com registro ativo na B3 em todos os períodos e, muitas delas não apresentaram dados em todas as variáveis em todos os períodos, por não terem negociado ações no período, por ocorrência de períodos com lucro ou patrimônio líquido negativo, ou simplesmente pela falta de dados nas bases de informações consultadas.

3.7.2 Método Tobit

O primeiro estudo a respeito dos determinantes da política de dividendos que utilizou o modelo Tobit foi Barclay, Smith e Watts (1995). Posteriormente, Dickens, Casey e Newman (2002) replicaram a metodologia utilizada em estudo aplicado ao setor financeiro. Esse método ajusta-se à distribuição amostral característica dos dividendos, que tem peculiaridade a existência de soluções de canto, ou seja, com muitos valores iguais a zero na variável dependente e com a extremidade inferior limitada nesse valor. Segundo Vancin e Procianoy (2016), o propósito da regressão Tobit é estimar os parâmetros do modelo econométrico, especialmente quando a variável dependente é limitada, ou seja, não é livremente distribuída entre $-\infty$ e $+\infty$.

O método Tobit é recomendado quando a variável dependente assume valor zero para uma fração não desprezível da população e é continuamente distribuída em valores positivos (WOOLDRIDGE, 2014). Na presente pesquisa, foram constatados casos de *payout* igual a zero em 24% das observações completas, e em 87% do total de observações, a variável dependente é maior ou igual a zero⁵.

Portanto, devido às características da amostra, optou-se por utilizar o método Tobit para estimação dos coeficientes das variáveis desta pesquisa, seguindo os trabalhos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Vancin e Procianoy (2016).

3.7.3 Tratamento dos *outliers*

Os *outliers* são as informações atípicas na amostra, ou seja, são dados amostrais extremos que podem comprometer a estimação dos parâmetros das regressões. Para evitar essa distorção nos parâmetros das regressões, esses dados extremos foram aparados pelo processo de winsorização das variáveis que apresentavam essa característica.

A winsorização é o processo que consiste em substituir os *outliers* (valores acima e abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos) para os valores limites mínimo e máximo definidos para cada variável (WOOLDRIDGE, 2014). Os limites mínimo e máximo definidos

⁵As observações que apresentavam *payout* negativo no período foram excluídos da amostra (13% das observações completas). Nos casos de *payout* negativo, as companhias optam por distribuir dividendos, mesmo tendo reportado prejuízo no período. Nesses casos, a distribuição de dividendos é com base nos lucros gerados anteriormente (lucros acumulados ou reservas de lucros), e não nos lucros do período, fazendo com que a variável *payout* tenha interpretação econômica inconsistente.

foram 2,5% e 97,5%, respectivamente, da mesma forma que Vancin e Procianoy (2016). Optou-se por winsorizar somente as variáveis que apresentaram dados extremos a partir de análise gráfica, sendo elas: Razão *Payout* (PAYOUT), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Estabilidade da Política de Dividendos (EPD), Alavancagem Alternativa (ALAVA), Oportunidade de Crescimento (MKT) e Risco (RISK).

4 RESULTADOS

Esse capítulo apresenta a estatística descritiva das variáveis, antes e depois do tratamento dos *outliers*, na amostra completa e nos dois grupos de amostra. Posteriormente, apresenta a matriz de correlação, os principais resultados encontrados nas regressões e as análises feitas a partir desses resultados.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Essa sessão apresenta as tabelas de estatística descritiva das variáveis quantitativas do modelo econométrico. Nas tabelas 6 e 7, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis quantitativas desta pesquisa na amostra completa, antes e depois do tratamento dos *outliers*, respectivamente.

Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis - amostra completa - antes do tratamento dos outliers. A amostra completa apresenta os dados das companhias abertas selecionadas. As colunas da tabela representam a média, a mediana, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio padrão das variáveis quantitativas dessa pesquisa, respectivamente. A última linha da tabela apresenta o número de observações no período completo.

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio
PAYOUT	0,6762	0,3112	0,0000	81,3767	2,7192
ROE	0,0340	0,1204	-427,7109	76,6272	7,7645
EPD	0,5952	0,2926	0,0000	81,3767	2,6734
ALAVA	0,7163	-0,1067	-0,9261	365,3911	9,3857
TAM	14,5504	14,6249	4,5220	21,0862	2,0117
MKT	2,4101	1,2501	0,0000	206,7661	6,8493
CONC	0,5493	0,5266	0,0000	1,0000	0,2730
RISK	7,6521	0,0080	-4,8725	4735,9920	174,2162
FCO	0,1015	0,1009	-3,4577	2,2117	0,1523
IPCA	0,0660	0,0597	0,0314	0,1253	0,0214
PIB	0,0254	0,0305	-0,0377	0,0753	0,0307
TXJUR	0,0638	0,0642	0,0123	0,1165	0,0301
REC	0,0028	0,0000	0,0000	0,2980	0,0145
Número de observações					3167

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 7: Estatística descritiva das variáveis - amostra completa - depois do tratamento dos *outliers*. A amostra completa apresenta os dados das companhias abertas selecionadas. As colunas da tabela representam a média, a mediana, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio padrão das variáveis quantitativas dessa pesquisa, respectivamente. A última linha da tabela apresenta o número de observações no período completo.

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio
PAYOUT	0,3845	0,3112	0,0000	1,3506	0,3511
ROE	0,1281	0,1204	-0,3432	0,5031	0,1585
EPD	0,3686	0,2926	0,0000	1,3176	0,3495
ALAVA	-0,0164	-0,1067	-0,9261	1,1031	0,4880
TAM	14,5504	14,6249	4,5220	21,0862	2,0117
MKT	1,5288	1,2501	0,0000	5,6425	1,0949
CONC	0,5493	0,5266	0,0000	1,0000	0,2730
RISK	0,0130	0,0080	-0,1354	0,1245	0,0441
FCO	0,1015	0,1009	-3,4577	2,2117	0,1523
IPCA	0,0660	0,0597	0,0314	0,1253	0,0214
PIB	0,0254	0,0305	-0,0377	0,0753	0,0307
TXJUR	0,0638	0,0642	0,0123	0,1165	0,0301
REC	0,0028	0,0000	0,0000	0,2980	0,0145
Número de observações					3167

Fonte: elaborado pela autora.

Algumas variáveis independentes desta pesquisa apresentaram desvio padrão elevado antes da winsorização, como as variáveis ROE, ALAVA, MKT e, principalmente, RISK, indicando uma possível presença de *outliers*. Na tabela 6, valores extremos foram facilmente identificados, como no valor mínimo do ROE e nos valores máximos das variáveis ALAVA, MKT e RISK. Por meio de análise gráfica efetuada, verificou-se a existência de *outliers* nessas variáveis e também nas variáveis PAYOUT e EPD. A existência de dados extremos pode ser explicada pelo grande número de observações na amostra completa e por ser uma amostra composta por companhias de diferentes setores, com situações econômicas distintas. Com o intuito de evitar possíveis vieses na estimação nos coeficientes das variáveis, os dados extremos identificados foram winsorizados, conforme descrito no item 3.7.3.

A título de comparação, a tabela 8 apresenta a estatística descritiva das variáveis, por grupo de amostra, após o tratamento dos *outliers* por meio de winsorização nos percentis 2,5% e 97,5%, evidenciando as esperadas reduções de desvios-padrão, valores mínimos e máximos.

Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis por grupo de amostra. A primeira parte da tabela apresenta a estatística descritiva das variáveis do grupo Demais Companhias. A segunda parte, apresenta a estatística descritiva das variáveis do grupo Instituições Financeiras dessa pesquisa, ambas após o tratamento dos *outliers*. As colunas da tabela apresentam as variáveis quantitativas do modelo econométrico, a média, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio padrão das variáveis de cada grupo de amostra. A última linha da tabela apresenta o número de observações por grupo de amostra.

Variáveis	Demais Companhias				Instituições Financeiras			
	Média	Mínimo	Máximo	Desvio	Média	Mínimo	Máximo	Desvio
PAYOUT	0,381	0,000	1,351	0,358	0,421	0,000	1,273	0,264
ROE	0,124	-0,343	0,503	0,161	0,175	-0,202	0,503	0,122
PROVANT	0,365	0,000	1,318	0,356	0,414	0,000	1,251	0,262
ALAVA	-0,003	-0,926	1,103	0,496	-0,166	-0,814	0,968	0,360
TAM	14,346	4,522	20,440	1,875	16,791	11,473	21,086	2,095
MKT	1,554	0,000	5,643	1,115	1,248	0,068	4,557	0,796
CONC	0,534	0,000	1,000	0,268	0,721	0,099	1,000	0,265
RISK	0,014	-0,135	0,124	0,046	0,003	-0,048	0,071	0,014
FCO	0,108	-3,458	2,212	0,157	0,025	-0,080	0,124	0,024
REC	0,003	0,000	0,209	0,013	0,005	0,000	0,298	0,023
Observações	2902				265			

Fonte: elaborado pela autora.

Evidencia-se na Figura 1 a evolução do *payout* médio dos grupos amostrais ao longo dos períodos analisados (2000 a 2016).

Figura 1: Evolução do *payout* médio por grupo amostral



4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Nas estimações de regressões múltiplas, a existência de relação de colinearidade entre duas ou mais variáveis independentes resulta em problemas de estimação dos coeficientes e inferência estatística (GUJARATI; PORTER, 2011; WOOLDRIDGE, 2014). Assume-se que a correlação entre duas variáveis acima de 0,80 é um indicativo de problema de multicolinearidade (GUJARATI; PORTER, 2011). A tabela 9 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 entre as variáveis desta pesquisa, visto que a maior correlação (0,59 entre a variável EPD e PAYOUT) ficou dentro do nível de correlação aceito.

Tabela 9: Matriz de correlação das variáveis. Essa tabela apresenta a correlação entre as variáveis do modelo econométrico, após o tratamento dos *outliers*. Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente.

	PAYOUT	ROE	EPD	ALAVA	TAM	MKT	CONC
PAYOUT	1						
ROE	0,2513*	1					
EPD	0,5906*	0,2866*	1				
ALAVA	-0,1008*	-0,1251*	-0,1006*	1			
TAM	0,2297*	0,1851*	0,2248*	0,1303*	1		
MKT	0,1579*	0,3901*	0,1544*	0,1280*	0,0610*	1	
CONC	0,0313	0,0236	0,0107	-0,0228	-0,0669*	-0,1156*	1
RISK	-0,0910*	0,4362*	-0,0600*	-0,0716*	-0,1676*	0,1819*	0,0428*
FCO	0,2038*	0,4106*	0,2218*	-0,0072	0,1162*	0,1746*	-0,0559*
IPCA	-0,0514*	-0,1577*	-0,0695*	0,0102	-0,0494*	-0,3183*	0,0185
PIB	-0,0201	0,1428*	0,0071	0,0274	-0,0902*	0,1320*	0,0769*
TXJUR	-0,0826*	-0,0027	-0,0412*	0,0874*	-0,1994*	-0,1816*	0,1659*
REC	0,0294	0,0204	0,0242	-0,0301	0,0252	-0,0223	-0,0202
	RISK	FCO	IPCA	PIB	TXJUR	REC	
RISK	1						
FCO	0,2318*	1					
IPCA	-0,1497*	-0,0311	1				
PIB	0,1917*	0,0735*	-0,3260*	1			
TXJUR	0,0578*	0,0766*	0,0981*	0,2480*	1		
REC	-0,0112	-0,001	0,0196	-0,0444*	0,0019	1	

Fonte: elaborado pela autora.

4.3 RESULTADOS DAS REGRESSÕES TOBIT

Nessa seção, são apresentados os resultados das regressões estimados por meio do método Tobit. As regressões são realizadas inicialmente no período completo (de 2000 a 2016) e, posteriormente, nos subperíodos estipulados no âmbito desta pesquisa. A divisão das observações em subperíodos tem a finalidade de analisar se os fatores determinantes da política de dividendos variam em diferentes cenários da economia brasileira em cada grupo amostral e na amostra completa.

Aplica-se os modelos econométricos propostos na metodologia desta pesquisa por meio de quatro regressões: (1) regressão Tobit aplicada ao grupo de amostra Instituições Financeiras; (2) regressão Tobit aplicada ao grupo de amostra Demais Companhias; (3) regressão Tobit aplicada à amostra completa e (4) regressão Tobit aplicada à amostra completa com termo de interação para instituições financeiras (*dummy* D_Bancos).

Por meio da regressão Tobit aplicada à amostra completa com a inclusão de termos de interação D_Bancos (4), procura-se verificar o efeito diferencial das variáveis de interesse para as companhias classificadas como instituições financeiras nesta pesquisa. Portanto, na regressão (4), cada variável de interesse é multiplicada pela *dummy* de interação para instituições financeiras, chamado de D_Bancos, que assume valor um quando a companhia pertence ao grupo Instituições Financeiras desta pesquisa.

4.3.1 Análise das Regressões Tobit no período completo

Apresenta-se, na tabela 10 a seguir, os resultados do método Tobit no período completo desta pesquisa, correspondente aos anos de 2000 a 2016.

Tabela 10 - Modelo Tobit - Período Completo - 2000 a 2016. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal ⁺ representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,43758 ^{***} (0,07889)	-0,27931 (0,24258)	0,39938 ^{***} (0,07332)	0,43080 ^{***} (0,07627)
EPD	0,40536 ^{***} (0,02686)	0,27908 ^{***} (0,08246)	0,39530 ^{***} (0,02535)	0,40775 ^{***} (0,02612)
ALAVA	-0,14010 ^{***} (0,02044)	-0,03146 (0,07793)	-0,13591 ^{***} (0,01931)	-0,13694 ^{***} (0,01979)
TAM	0,05149 ^{***} (0,00714)	0,02245 ⁺ (0,01287)	0,04694 ^{***} (0,0063)	0,05000 ^{***} (0,00681)

MKT	0,01779* (0,0089)	-0,00053 (0,03553)	0,01761* (0,00846)	0,01733* (0,00859)
CONC	0,10751** (0,03909)	0,16108 ⁺ (0,09199)	0,10646** (0,03619)	0,10608** (0,03775)
RISK	-1,66428*** (0,24195)	0,37987 (2,08878)	-1,62938*** (0,23266)	-1,65202*** (0,23326)
FCO	0,42619*** (0,08925)	0,83975 (1,31629)	0,44529*** (0,08609)	0,42762*** (0,08672)
IPCA	-0,14959 (0,34937)	-0,73316 (0,85457)	-0,18954 (0,32383)	-0,18618 (0,32494)
PIB	-0,17893 (0,23717)	-0,08801 (0,58219)	-0,20694 (0,22021)	-0,17674 (0,22093)
TXJUR	-0,37354 (0,25835)	-0,422 (0,61261)	-0,40702 ⁺ (0,23909)	-0,3922 (0,24007)
REC	0,49477 (0,49522)	0,33906 (0,70474)	0,46269 (0,4263)	0,45038 (0,4265)
DCTE	0,15132** (0,04978)	0,06822 (0,05773)	0,12885** (0,04175)	0,13258** (0,04285)
ROE x D_Bancos				-0,44592 ⁺ (0,23017)
EPD x D_Bancos				-0,17744* (0,08745)
ALAVA x D_Bancos				0,06755 (0,10079)
TAM x D_Bancos				-0,02865 (0,02062)
MKT x D_Bancos				-0,00189 (0,03717)
CONC x D_Bancos				0,08266 (0,13334)
D_Bancos				0,55496 (0,37581)
Constante	-1,02080*** (0,16586)	-0,20975 (0,25285)	-0,89847*** (0,14481)	-0,95517*** (0,1495)
Sigma_u	0,17951*** (0,01569)	0,07491* (0,03547)	0,17569*** (0,01452)	0,17101*** (0,01445)
Sigma_e	0,31632*** (0,00538)	0,24448*** (0,01256)	0,30935*** (0,00498)	0,30944*** (0,00498)
Chi2	427,125	27,333	454,83	465,417
P-valor	0	0,011	0	0
Observações	2902	265	3167	3167

Ao analisar a tabela 10, verifica-se que os fatores estatisticamente significantes em relação a variável dependente *payout* do grupo Demais Companhias (coluna 1) é semelhante a relação encontrada na amostra completa (coluna 3) no período completo. Verifica-se que todas as variáveis de interesse apresentam significância estatística em relação ao *payout* nesses dois casos (Demais Companhias e Amostra Completa). As variáveis de interesse Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Estabilidade da Política de Dividendos (EPD), Tamanho (TAM), Oportunidades de Crescimento (MKT) e Concentração do Controle

Acionário (CONC) apresentam relação positiva e significativa. Enquanto a variável de interesse Alavancagem Alternativa (ALAVA) apresentou relação negativa e significativa. Observa-se que os sinais dos coeficientes das variáveis de interesse estão de acordo com as relações esperadas nesta pesquisa (conforme tabela 5).

Era esperada uma relação positiva entre o ROE e o *payout* nos dois grupos amostrais, tendo em vista o reportado na literatura, que indica a lucratividade, estimada pelo ROE, como um dos principais fatores determinantes para as companhias brasileiras não financeiras (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003) e financeiras (WEBER, 2008). No entanto, a variável ROE não apresentou significância estatística no grupo Instituições Financeiras, contrariando o esperado.

Destaca-se que a maioria dos coeficientes estimados para o grupo Instituições Financeiras (coluna 2 da tabela 10) não apresentou significância estatística em relação ao *payout*. Apenas a variável EPD apresentou significância estatística e influência positiva no *payout* desse grupo amostral, sugerindo que a EPD é o principal fator determinante da política de dividendos das instituições financeiras, considerando a amostra pesquisada.

A variável EPD foi a única a apresentar significância estatística nos dois grupos amostrais. O sinal positivo dos coeficientes estimados indica que as companhias em geral tendem a manter constante a sua política de dividendos. Esse resultado está de acordo com as expectativas construídas a partir da teoria, que considera a estabilidade da política de dividendos um sinalizador de bons resultados futuros para os investidores. Tal premissa teórica é verificada desde Lintner (1956). Nesse contexto, o sinal verificado para a variável EPD é condizente com a literatura que aponta para uma preocupação com a estabilidade dos dividendos, tanto nas companhias financeiras (D'UDEKEM, 2014; ATHARI; ADAOGLU; BEKTAS, 2016), como nas demais companhias (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).

No entanto, o coeficiente da variável é menor para o grupo Instituições Financeiras, do que para o grupo Demais Companhias, indicando uma preocupação menor em manter a estabilidade dos dividendos nas instituições financeiras, contrariando os resultados de estudos empíricos identificados na literatura (KAUKO; 2012).

A representativa de alavancagem nesta pesquisa apresentou relação negativa para o grupo Demais Companhias e para a amostra completa. A influência negativa dessa variável no *payout* era esperada, uma vez que as companhias mais alavancadas tendem a reter mais lucros e, conseqüentemente, distribuir menos dividendos (WICKBOLDT; 2011). Lembrando que, para controlar a característica de alta alavancagem das instituições financeiras e tornar possível a comparação com a relação de alavancagem das companhias dos demais setores,

utilizou-se a Alavancagem Alternativa (ALAVA), que estimou a alavancagem da companhia em relação à média do setor ao qual ela pertence. Contudo, não se observou relação estatisticamente significativa entre a ALAVA e o *payout* no grupo Instituições Financeiras, possivelmente pelo fato de que as instituições financeiras selecionadas não têm a alavancagem muito distorcida em relação à média do setor, utilizada para o cálculo da variável ALAVA.

A variável Tamanho (TAM) apresentou significância estatística para o grupo Demais Companhias e para a amostra completa, com coeficiente indicando relação positiva entre TAM e *payout*. O tamanho das companhias é um fator determinante frequentemente reportado na literatura de política de dividendos. Conforme o esperado, companhias maiores tendem a distribuir mais dividendos, visto que, grandes empresas geralmente tem mais acesso ao crédito e, por isso, não precisam reter uma parcela considerável dos lucros para financiar seus investimentos (FAMA; FRENCH; 2001). No entanto, essa variável não apresentou poder explicativo em relação ao *payout* no grupo Instituições Financeiras.

As oportunidades de crescimento das companhias são expressas pelo índice *market-to-book* (MKT) para esta pesquisa. A variável MKT apresentou relação positiva e significativa no grupo Demais Companhias e na amostra completa, em linha com os resultados reportados por Fonteles, *et al.* (2012). Os gestores tendem a distribuir mais dividendos diante de perspectivas consistentes de crescimento. Essa variável não apresentou significância estatística no grupo Instituições Financeiras.

Conforme o esperado, a Concentração do Controle Acionário (CONC) apresentou relação positiva e significativa no grupo Demais Companhias e na amostra completa. Fonteles, *et al.* (2012) observaram que a concentração acionária é uma característica recorrente nas companhias que mais distribuem dividendos no Brasil, corroborando a hipótese da utilização dos dividendos como redutores dos conflitos de agência na relação principal-principal, identificada por Procianny (1994). Essa variável também não apresentou significância estatística no grupo Instituições Financeiras, sugerindo que a distribuição de dividendos não é utilizada como redutora de conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários nas instituições financeiras pesquisadas.

A ausência de fatores explicativos com significância estatística no grupo Instituições Financeiras, além da variável EPD, pode decorrer da pequena quantidade de observações nesse grupo, o que constitui uma característica do mercado de capitais brasileiro. Pode também decorrer da maior complexidade dessas instituições, em comparação às demais companhias. Essa maior complexidade sugere a relevância da busca de teorias e estudos

empíricos que melhor expliquem o comportamento das instituições financeiras em relação à política de dividendos.

Com relação às variáveis de controle, Fluxo de Caixa (FCO) e *Dummy* de Controle Estatal ou Privado (DCTE) apresentaram o sinal positivo, de acordo com o esperado no grupo Demais Companhias e na amostra completa. DCTE é uma variável *dummy* que assume valor um quando a companhia for de controle privado. O resultado do coeficiente dessa variável indica que as companhias com controle privado têm *payout* mais elevado, mantidas as demais variáveis constantes. Ainda no grupo Demais Companhias e na amostra completa, a variável Risco (RISK) apresentou relação negativa, indicando que companhias com elevada volatilidade dos lucros pagam menos dividendos, em linha com a expectativa apresentada na tabela 5.

Ao analisar os resultados na amostra completa com termo de interação D_Bancos (coluna 4 da tabela 10), observa-se que apenas a variável EPD x D_Bancos apresentou significância estatística. Portanto, no que se refere à EPD, os resultados apontam para uma diferença negativa e estatisticamente significativa entre o grupo Instituições financeiras e o grupo Demais Companhias. Esse resultado indica que o efeito da variável EPD sobre as instituições financeiras é inferior ao efeito da mesma variável sobre as demais companhias, ressaltando que a influência da EPD no *payout* é menor quando a companhia é instituição financeira, corroborando estatisticamente a diferença negativa verificada nos coeficientes da variável EPD na estimação da regressão para o Grupo Demais Companhias (0,40536) e para o Grupo Instituições Financeiras (0,27908).

Considerando o efeito sinalizador dos dividendos, reportado na literatura, esperava-se que as companhias tendessem a manter uma política de dividendos estável. Portanto, esperava-se uma relação positiva da EPD em relação ao *payout* nos dois grupos de amostras, o que foi verificado empiricamente. No entanto, esperava-se que o grupo Instituições Financeiras apresentasse um coeficiente superior ao grupo Demais Companhias, devido a maior preocupação em manter os dividendos estáveis nas instituições financeiras reportado na literatura (D'UDEKEN, 2014; FORTI; SCHIOZER, 2015; ACHARYA; LE; SHIN, 2016). O resultado reportado na tabela 10 indica o contrário no período e amostra analisados.

As variáveis utilizadas para operacionalizar os constructos que representam os fatores determinantes da política de dividendos constituem escolhas do pesquisador, a partir da literatura. Ressalta-se, no entanto, que a literatura apresenta opções alternativas relevantes para a operacionalização dos constructos em questão. Nesse contexto, estimou-se o modelo

Tobit no período completo com as seguintes variáveis alternativas, de forma a avaliar a sensibilidade do modelo proposto nesta pesquisa a determinadas escolhas críticas:

(a) Utilização da variável dependente razão dos proventos pagos sobre o ativo total como mensuração de *payout*. Com essa variável, elimina-se os casos de *payout* negativo ocorridos nas companhias que apuraram prejuízo no período, permitindo a utilização de uma amostra maior de companhias (3.637 observações, contra 3.167 quando se adota *payout* tendo o lucro líquido como denominador). Observa-se que os resultados dos coeficientes são semelhantes ao do modelo original, em termos de significância estatística e conformidade com o sinal esperado dos coeficientes das variáveis de interesse.

(b) Consideração dos aumentos de capital na fórmula da variável ROE. Nesse teste, os aumentos de capital realizados no período foram somados ao denominador da fórmula do ROE (patrimônio líquido do período anterior), de maneira a não prejudicar a proporção de lucro líquido sobre o capital investido. Os resultados desse teste não apresentaram alterações relevantes em relação ao sinal e significância estatística das variáveis, com exceção da própria variável ROE, que deixou de ter significância estatística para o grupo Demais Companhias e amostra completa.

(c) Consideração das recompras de ações como integrante da variável *payout*. Nesse teste, o valor das recompras foi somado ao valor de proventos pagos na fórmula do *payout* e a variável Recompras de Ações (REC) foi desconsiderada como variável de controle do modelo testado. Os resultados foram semelhantes aos do modelo original, com exceção da variável CONC, que passou a ter significância estatística e sinal positivo no grupo Instituições Financeiras, e a variável MKT, que deixa de ser significativa para o grupo Demais Companhias e amostra completa. Os resultados desse teste não apresentaram significância nas variáveis de interesse com termo de interação para instituições financeiras, portanto, a partir dessa análise, podemos inferir que os fatores determinantes da política de dividendos do grupo Instituições Financeiras não têm diferença significativa em relação aos fatores determinantes grupo Demais Companhias. Recomenda-se, para pesquisas futuras, uma maior investigação no sentido de verificar a utilização das recompras como distribuição de resultados aos acionistas e o impacto que isso pode causar nos fatores determinantes da política de dividendos.

4.3.2 Análise das Regressões Tobit nos subperíodos

Considerando a recomendação econométrica de se analisar o painel de dados em intervalos não muito longos de tempo, atrelada às constantes variações econômicas no Brasil ao longo do período completo, analisou-se individualmente cada subperíodo estipulado para esta pesquisa. Entende-se que é importante verificar se períodos consecutivos com características de estabilidade ou instabilidade econômica no país acarretam em mudanças nas relações de *payout* dos dois grupos da amostra e na amostra completa.

Assim como foi apresentado na tabela 10, as tabelas 11 a 15 apresentam os resultados das quatro regressões Tobit aplicadas nos cinco subperíodos estipulados para esta pesquisa, seguindo as descrições a seguir: (1) resultados do método Tobit no grupo Demais Companhias; (2) resultados do método Tobit no grupo Instituições Financeiras; (3) resultados do método Tobit na amostra completa; (4) resultados do método Tobit na amostra completa com termo de interação para instituições financeiras.

Inicialmente, a tabela 11 apresenta os resultados das regressões no subperíodo 1, que corresponde aos anos de 2000 a 2003. Esse subperíodo caracterizou-se por anos de consecutiva instabilidade econômica no Brasil, ainda em decorrência da adaptação à estabilidade monetária nos períodos pós-implantação do Plano Real.

Tabela 11 - Modelo Tobit - Subperíodo 1 - 2000 a 2003. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	1,10981 *** (0,15512)	-0,2652 (0,4771)	0,97933 ** (0,14063)	1,05997 *** (0,14735)
EPD	0,61891 *** (0,09256)	0,59017 ** (0,19891)	0,60992 *** (0,08638)	0,61594 *** (0,05948)
ALAVA	-0,19956 *** (0,03623)	0,23128+ (0,12888)	-0,17701 *** (0,0336)	-0,19257 *** (0,03291)
TAM	0,04467 *** (0,01176)	0,01487 (0,0206)	0,03978 *** (0,01013)	0,04533 *** (0,01049)
MKT	-0,03133 (0,03886)	-0,11648 (0,10685)	-0,02963 (0,03594)	-0,0355 (0,03643)
CONC	0,06548 (0,06756)	0,35477 * (0,17378)	0,06585 (0,06314)	0,06566 (0,0642)
RISK	-1,89442 *** (0,42193)	3,5572 (3,08291)	-1,77407 *** (0,40349)	-1,80476 *** (0,4015)
FCO	0,27573 * (0,12894)	0,06574 (1,81786)	0,30754 * (0,1225)	0,26751 * (0,12333)
IPCA	-2,52116 *** (0,75313)	1,48898 (1,30558)	-2,18193 ** (0,68205)	-2,07559 ** (0,68695)

PIB	-0,85347 (1,36661)	0,05713 (2,40446)	-0,85689 (1,24689)	-0,73339 (1,25785)
TXJUR	-3,11718** (1,09335)	-5,35117** (1,70207)	-3,25926*** (0,97991)	-3,36307*** (0,96399)
REC	-1,12703 (0,7574)	-4,61448 (5,88946)	-1,08513 (0,733)	-1,13903 (0,72533)
DCTE	0,13578* (0,06449)	0,26015* (0,10996)	0,14855** (0,05293)	0,15718** (0,05848)
ROE x D_Bancos				-0,82744 (0,57517)
EPD x D_Bancos				-0,10354 (0,32072)
ALAVA x D_Bancos				0,23871 (0,16895)
TAM x D_Bancos				-0,02367 (0,03431)
MKT x D_Bancos				-0,00906 (0,12812)
CONC x D_Bancos				0,18652 (0,25643)
D_Bancos				0,40642 (0,53774)
Constante	-0,43482 ⁺ (0,25118)	-0,19221 (0,37346)	-0,40009 ⁺ (0,2127)	-0,48938 [*] (0,21931)
Sigma_u	0,02129 (0,22692)	0 (0,05606)	0,05315 (0,08166)	0,00044 (1,03335)
Sigma_e	0,33916 ^{***} (0,0194)	0,17671 ^{***} (0,01938)	0,32405 ^{***} (0,01733)	0,32639 ^{***} (0,01248)
Chi2	186,162	31,143	196,267	205,056
P-valor	0	0,003	0	0
Observações	550	49	599	599

Observa-se alterações nos coeficientes das variáveis de interesse MKT e CONC no subperíodo 1, quando comparadas aos resultados do período completo. A variável MKT não apresentou significância estatística em relação ao *payout* em nenhuma das regressões. A variável CONC apresentou relação positiva e significante somente no grupo Instituições Financeiras, diferentemente do resultado reportado no período completo (Tabela 10), quando o sinal do coeficiente era positivo e significante somente no Grupo Demais Companhias e na amostra completa. Esse resultado está de acordo com a relação ambígua do impacto da concentração do controle acionário nas decisões de política de dividendos das companhias (VANCIN; PROCIANOY, 2016).

A variável de controle IPCA apresentou relação negativa e significante, exceto no grupo Instituições Financeiras. A variável de controle TXJUR apresentou relação negativa e significante nas quatro regressões desse subperíodo, indicando que períodos de baixa nas taxas de juros da economia podem causar o aumento da distribuição de dividendos das companhias.

A tabela 12, a seguir, apresenta os resultados das regressões no subperíodo 2, que corresponde aos anos de 2004 a 2006. Esse subperíodo caracterizou-se por anos de controle da inflação e estabilidade da moeda brasileira.

Tabela 12 - Modelo Tobit - Subperíodo 2 - 2004 a 2006. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,42628** (0,14029)	-1,31147* (0,61603)	0,46172*** (0,13156)	0,41945** (0,13893)
EPD	0,61879*** (0,06033)	-0,06855 (0,1611)	0,61272*** (0,06024)	0,61723*** (0,05964)
ALAVA	-0,14273*** (0,03095)	0,34876* (0,17645)	-0,13496*** (0,02944)	-0,14022*** (0,03077)
TAM	0,04096*** (0,01059)	-0,01208 (0,02397)	0,03107*** (0,00907)	0,03834*** (0,01037)
MKT	0,0111 (0,01665)	0,00657 (0,07607)	0,00689 (0,01626)	0,01102 (0,01642)
CONC	0,01874 (0,05575)	-0,27524 (0,20227)	0,01394 (0,05268)	0,01507 (0,05571)
RISK	-1,72930*** (0,45124)	4,84771 (3,7353)	-1,78045*** (0,44661)	-1,66400*** (0,44693)
FCO	0,70227** (0,21558)	12,57120* (5,0246)	0,75597*** (0,20073)	0,72854*** (0,21377)
IPCA	2,29061* (1,04334)	-2,62745 (3,27011)	1,99193* (1,00796)	1,91764+ (0,99114)
PIB	-4,49486** (1,71272)	-5,18567 (4,6694)	-5,01123** (1,64826)	-4,74211** (1,61303)
TXJUR	0 (,)	0 (,)	0 (,)	0 (,)
REC	0,47305 (1,78252)	-5,50261 (6,35719)	0,19387 (1,74024)	0,28216 (1,72837)
DCTE	0,18888** (0,06449)	-0,04168 (0,11472)	0,09124+ (0,05132)	0,13245* (0,0576)
ROE x D_Bancos				-0,3798 (0,63041)
EPD x D_Bancos				-0,57720** (0,19404)
ALAVA x D_Bancos				0,23171 (0,17317)
TAM x D_Bancos				-0,06377+ (0,0339)
MKT x D_Bancos				-0,00959 (0,07781)
CONC x D_Bancos				0,06568 (0,24366)
D_Bancos				1,38530* (0,54022)
Constante	-0,91328*** (0,2325)	1,17977** (0,44022)	-0,54581** (0,19227)	-0,73764*** (0,21627)
Sigma_u	0,05205	0	0,03744	0,06291

	(0,07523)	(0,5438)	(0,10053)	(0,06019)
Sigma_e	0,29534***	0,21752***	0,29911***	0,29031***
	(0,01634)	(0,02417)	(0,01589)	(0,01556)
Chi2	171,231	14,317	164,488	182,502
P-valor	0	0,281	0	0
Observações	480	42	522	522

Ao analisar a tabela 12, observa-se que o grupo Demais Companhias e a amostra completa mantiveram basicamente os mesmos sinais e significância estatística nas variáveis de interesse, quando comparadas ao subperíodo 1. No entanto, o grupo Instituições Financeiras apresentou alterações nos coeficientes das variáveis em relação ao subperíodo 1. No subperíodo 2, as variáveis ROE, ALAVA e FCO passaram a ter significância estatística no grupo Instituições Financeiras. Diferentemente do esperado, a variáveis ROE apresentou efeito negativo no *payout* de instituições financeiras no período 2, o que pode sugerir que uma menor demanda por dividendos dos investidores de instituições financeiras mais lucrativas. A variável ALAVA, contudo, apresentou efeito positivo em relação ao *payout* das instituições financeiras nesse subperíodo. Seria plausível justificar esse efeito positivo em função de que expansões do endividamento de instituições financeiras podem estar relacionadas com a própria expansão de suas atividades, fazendo com que a alavancagem complemente o dividendo como sinalizador de expectativas positivas de fluxos de caixa futuro.

Observa-se significância estatística negativa no termo de interação EPD x D_Bancos e na variável D_Bancos isolada, sugerindo, respectivamente, que a estabilidade não foi um motivador de *payout* dessas instituições em comparação às demais companhias, e que instituições financeiras pagaram mais dividendos no subperíodo 2, mantidas as demais variáveis constantes.

A tabela 13, a seguir, apresenta os resultados das regressões no subperíodo 3, que correspondem aos anos de 2007 a 2009. Esse subperíodo corresponde aos períodos de crise financeira mundial, resultante da crise do *subprime* nos Estados Unidos.

Tabela 13 - Modelo Tobit - Subperíodo 3 - 2007 a 2009. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,02889 (0,15361)	-0,60931* (0,29415)	-0,04113 (0,13469)	0,02566 (0,1458)
EPD	0,64121*** (0,06646)	0,34967** (0,11116)	0,66014*** (0,04781)	0,63884*** (0,06279)

ALAVA	-0,03543 (0,03714)	-0,20489* (0,08415)	-0,04437 (0,03334)	-0,03333 (0,03536)
TAM	0,03672*** (0,01059)	0,03419* (0,015)	0,03524*** (0,00852)	0,03537*** (0,01)
MKT	0,02211 (0,01609)	0,0345 (0,03699)	0,02131 (0,0142)	0,02272 (0,0152)
CONC	0,08569 (0,05995)	0,34930** (0,11947)	0,10311 ⁺ (0,05338)	0,08359 (0,05706)
RISK	-1,95998*** (0,49102)	-1,33188 (2,41179)	-1,80410*** (0,42834)	-1,90783*** (0,46579)
FCO	0,57082** (0,19538)	-6,96900*** (1,67932)	0,55047** (0,17092)	0,54334** (0,18526)
IPCA	-0,61479 (2,68963)	1,6165 (4,30593)	0,09205 (2,48604)	-0,50279 (2,49774)
PIB	-0,74848 (0,64341)	-1,82989 ⁺ (1,04097)	-0,9489 (0,60358)	-0,77007 (0,59761)
TXJUR	0 (,)	0 (,)	0 (,)	0 (,)
REC	0,55834 (1,11394)	0,03052 (0,49329)	0,50021 (0,74346)	0,21267 (0,76068)
DCTE	0,12647* (0,06414)	0,03173 (0,06475)	0,11269 [*] (0,04982)	0,10860 ⁺ (0,05607)
ROE x D_Bancos				-1,13491* (0,52756)
EPD x D_Bancos				-0,22598 (0,27648)
ALAVA x D_Bancos				0,00061 (0,16967)
TAM x D_Bancos				0,01731 (0,03105)
MKT x D_Bancos				-0,02921 (0,06567)
CONC x D_Bancos				0,33675 (0,23237)
D_Bancos				-0,145 (0,54215)
Constante	-0,75541 ^{**} (0,26472)	-0,39438 (0,28593)	-0,73420 ^{***} (0,21279)	-0,69837 ^{**} (0,24042)
Sigma_u	0,05785 (0,07571)	0,06214 [*] (0,03156)	0,00000 ^{***} 0	0,0534 (0,07017)
Sigma_e	0,32149 ^{***} (0,01664)	0,10486 ^{***} (0,01604)	0,31513 ^{***} (0,01089)	0,30746 ^{***} (0,01503)
Chi2	163,418	58,097	240,458	190,167
P-valor	0	0	0	0
Observações	527	48	575	575

Na tabela 13 pode-se observar significativa alteração nas variáveis que apresentam significância estatística tanto no grupo Instituições Financeiras, quanto no grupo Demais Companhias, em comparação com os subperíodos 1 e 2. Esses resultados sugerem que os fatores determinantes da política de dividendos variam de acordo com os períodos pesquisados, nesse caso, as variações verificadas sugerem que as decisões de política de

dividendos das companhias brasileiras são influenciadas por períodos de crise. Os dois grupos amostrais e a amostra completa apresentaram significância estatística na variável EPD no subperíodo 3, corroborando a hipótese de que as companhias se preocupam em manter uma política de dividendos relativamente estável, mesmo em períodos de crise financeira.

Curiosamente, nas regressões aplicadas ao grupo Instituições Financeiras (coluna 2) e na amostra completa com termos de interação (coluna 4), observa-se alteração de significância estatística e efeito na variável ROE e na variável ROE combinada a *dummy* D_Bancos (ROE x D_Bancos), sendo essa a principal diferença observada entre os grupos no subperíodo 3.

Na tabela 14, a seguir, apresenta-se os resultados das regressões no subperíodo 4, que correspondem aos anos de 2010 a 2013. Esse subperíodo corresponde a períodos subsequentes de expansão da atividade econômica do Brasil, com características de baixa na taxa de juros da economia, picos de valorização imobiliária e baixa no nível de desemprego do país.

Tabela 14 - Modelo Tobit - Subperíodo 4 - 2010 a 2013. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,13831 (0,17997)	-0,26157 (0,49177)	0,12996 (0,16075)	0,15053 (0,17246)
EPD	0,20138** (0,06634)	0,42960*** (0,12986)	0,23095*** (0,06494)	0,22725*** (0,0663)
ALAVA	-0,11484* (0,04573)	-0,00796 (0,14537)	-0,11673** (0,04247)	-0,11295** (0,04384)
TAM	0,05992*** (0,01381)	0,02324 (0,0213)	0,05335*** (0,01189)	0,05788*** (0,01306)
MKT	0,05082* (0,02081)	-0,14433+ (0,0798)	0,04174* (0,01964)	0,04730* (0,01999)
CONC	0,20848** (0,07836)	0,06915 (0,17262)	0,19269** (0,07157)	0,20080** (0,07431)
RISK	-4,10322*** (0,56097)	3,52356 (4,71592)	-4,00930*** (0,5414)	-4,01322*** (0,54334)
FCO	0,96641*** (0,2719)	-0,6359 (2,39344)	0,96576*** (0,24988)	0,94426*** (0,26199)
IPCA	9,94866+ (5,19479)	-2,32631 (14,53718)	9,54331+ (4,88029)	9,96943* (4,89437)
PIB	-0,92054 (0,91474)	-0,55764 (2,76466)	-0,92299 (0,86139)	-0,7824 (0,87298)
TXJUR	0,28416 (1,59134)	3,12613 (4,5064)	0,41172 (1,50039)	0,32844 (1,50435)
REC	0,96617 (1,49172)	-0,81196 (1,99508)	0,57772 (1,23351)	0,47711 (1,23789)
DCTE	0,07731	0,05378	0,07342	0,07401

	(0,0885)	(0,09274)	(0,07172)	(0,07613)
ROE x D_Bancos				-0,23848
				(0,45766)
EPD x D_Bancos				0,01978
				(0,16483)
ALAVA x D_Bancos				0,03069
				(0,23257)
TAM x D_Bancos				-0,0465
				(0,04127)
MKT x D_Bancos				-0,13261
				(0,10396)
CONC x D_Bancos				-0,06372
				(0,25747)
D_Bancos				1,0351
				(0,77549)
Constante	-1,62025***	0,01332	-1,47799***	-1,58805***
	(0,42638)	(0,94406)	(0,38282)	(0,3923)
Sigma_u	0,27215***	0	0,25368***	0,25113***
	(0,03338)	(0,14016)	(0,03171)	(0,03168)
Sigma_e	0,27829***	0,24952***	0,27729***	0,27702***
	(0,012)	(0,02183)	(0,01151)	(0,01151)
Chi2	143,711	16,485	153,86	158,634
P-valor	0	0,224	0	0
Observações	791	73	864	864

Os resultados da tabela 14 demonstram significância estatística para quase todas as variáveis de interesse do grupo Demais Companhias, com exceção do ROE, variável cujos coeficientes foram estatisticamente significantes e positivos nos subperíodos 1 e 2, mas deixaram de ser significantes no período de crise financeira representado pelo subperíodo 3. Os resultados dos coeficientes que se mostraram estatisticamente significantes são consistentes com as expectativas verificadas na literatura.

No que se refere às instituições financeiras, observa-se a relação positiva e significativa na variável EPD, ressaltando a importância de manter uma política de dividendos estável para essas instituições, verificada nos resultados do período completo (Tabela 10) e na maioria das especificações.

Diferentemente do verificado no período 3, não há outras variáveis estatisticamente significantes no grupo Instituições Financeiras, evidenciando a sensibilidade dos fatores determinantes de dividendos desse grupo de acordo com o período analisado. No subperíodo 4, não há efeitos diferenciais estatisticamente significantes entre instituições financeiras e demais companhias, conforme evidenciado na regressão da amostra completa com termos de interação para instituições financeiras (coluna 4 da Tabela 14).

A tabela 15, a seguir, apresenta os resultados das regressões no subperíodo 5, que corresponde aos anos de 2014 a 2016. Esse subperíodo caracteriza-se por uma crise política no Brasil, que culminou no processo de *impeachment* da presidente Dilma Rousseff.

Tabela 15 - Modelo Tobit - Subperíodo 5 - 2014 a 2016. As colunas apresentam os resultados das regressões Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para instituições financeiras (D_Bancos). Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,66569 ^{***} (0,1731)	-0,86833 (0,83023)	0,64792 ^{***} (0,16261)	0,64438 ^{***} (0,16925)
EPD	0,54428 ^{***} (0,04552)	0,25077 ⁺ (0,13655)	0,52697 ^{***} (0,04292)	0,54449 ^{***} (0,04464)
ALAVA	-0,10613 ^{**} (0,0382)	-0,03455 (0,16973)	-0,09488 ^{**} (0,03589)	-0,10198 ^{**} (0,03742)
TAM	0,03168 ^{**} (0,01016)	0,0017 (0,03016)	0,02575 ^{**} (0,00863)	0,03054 ^{**} (0,00993)
MKT	0,00159 (0,02142)	0,16855 (0,14854)	0,00261 (0,02074)	0,00187 (0,02097)
CONC	0,11491 ⁺ (0,05998)	0,14646 (0,16737)	0,10645 ⁺ (0,05611)	0,10798 ⁺ (0,05865)
RISK	-1,52461 ^{**} (0,47048)	1,45459 (5,79269)	-1,61174 ^{***} (0,4574)	-1,50574 ^{**} (0,46009)
FCO	0,58045 [*] (0,2271)	6,44529 ⁺ (3,79093)	0,65720 ^{**} (0,21293)	0,58603 ^{**} (0,22275)
IPCA	4,44042 ^{***} (0,91104)	4,57769 ⁺ (2,38328)	4,36295 ^{***} (0,85268)	4,35379 ^{***} (0,85294)
PIB	2,58928 ^{**} (0,9089)	0,66006 (2,2471)	2,42948 ^{**} (0,85109)	2,45388 ^{**} (0,85088)
TXJUR	0 (.)	0 (.)	0 (.)	0 (.)
REC	3,19348 ^{**} (1,21499)	1,47302 (1,74729)	2,77154 ^{**} (1,03161)	2,77996 ^{**} (1,04222)
DCTE	0,06058 (0,07219)	-0,05225 (0,10846)	0,02309 (0,05579)	0,02771 (0,06235)
ROE x D_Bancos				0,03972 (0,58227)
EPD x D_Bancos				-0,29044 ⁺ (0,17474)
ALAVA x D_Bancos				0,10194 (0,184)
TAM x D_Bancos				-0,02998 (0,03912)
MKT x D_Bancos				0,0514 (0,15778)
CONC x D_Bancos				0,09048 (0,20087)
D_Bancos				0,52105 (0,66555)
Constante	-0,96245 ^{***} (0,24267)	-0,22604 (0,55375)	-0,79354 ^{***} (0,20591)	-0,86958 ^{***} (0,22255)

Sigma_u	0 (0,06057)	0 (0,07454)	0 (0,05183)	0 (0,05368)
Sigma_e	0,34062*** (0,01223)	0,26142*** (0,02775)	0,33560*** (0,01142)	0,33452*** (0,01138)
Chi2	177,786	11,411	185,392	189,415
P-valor	0	0,494	0	0
Observações	554	53	607	607

Ao analisar a tabela 15, pode-se observar que as variáveis de interesse MKT e CONC deixaram de ser significantes no grupo Demais Companhias, em relação ao subperíodo anterior. As variáveis RISK e FCO mantiveram as mesmas relações de significância estatística no grupo Demais Companhias e na amostra completa, em relação aos subperíodos anteriores e no período completo, sugerindo que essas variáveis de controle representam fatores determinantes da política de dividendos dessas companhias.

Ainda em relação ao grupo Demais Companhias e à amostra completa, observou-se significância estatística nas variáveis econômicas IPCA e PIB, indicando que fatores exógenos podem influenciar o *payout* dessas companhias em anos de instabilidade econômica, como é o caso desse subperíodo.

Da mesma forma que os subperíodos 1 e 4, o subperíodo 5, analisado na tabela 15, não apresenta efeitos diferenciais estatisticamente significantes entre as instituições financeiras e as demais companhias, conforme evidenciado na regressão com termos de interação para instituições financeiras (coluna 4 da tabela 15).

A escassez de determinantes consistentes da política de dividendos de instituições financeiras nos subperíodos 4 (de 2010 a 2013) e 5 (de 2014 a 2016), com a exceção de EPD (significante a 0,1% no subperíodo 4) pode decorrer da pequena quantidade de observações de instituições financeiras ou da maior complexidade dessas instituições em relação à demais companhias.

Com relação aos resultados identificados nos subperíodos estabelecidos para esta pesquisa, pode-se observar que os fatores determinantes da política de dividendos dos grupos amostrais e da amostra completa não são constantes no tempo, ou seja, variam de acordo com o intervalo de tempo analisado e com as características que ele apresenta. Verificou-se que essa sensibilidade dos parâmetros dos modelos ao intervalo de tempo analisado é mais saliente no grupo Instituições Financeiras, devido a maior variação verificada nesse grupo amostral, quando os resultados de um subperíodo são comparados com os outros subperíodos.

Finalmente, tanto nas análises efetuadas no período completo, quanto nos subperíodos, os resultados sugerem que a inclusão ou não das instituições financeiras na amostra não modifica os coeficientes das variáveis representativas dos fatores determinantes da política de dividendos em termos de sinal e significância estatística, tendo em vista que os resultados verificados no grupo Demais Companhias são muito semelhantes ao da amostra completa em todas as especificações.

4.4 TESTES DE ROBUSTEZ

Os testes de robustez têm o objetivo de confirmar a sensibilidade dos resultados obtidos no modelo inicialmente proposto a possíveis ajustes na metodologia, como por meio da utilização de variáveis alternativas no modelo original, ou com a verificação dos resultados obtidos caso sejam adotados métodos alternativos de estimação econométrica. São apresentados nas subseções seguintes os testes de robustez realizados.

4.4.1 Método Generalized Estimating Equations (GEE)

No que se refere a métodos alternativos de estimação econométrica, procura-se confirmar os resultados verificados no modelo inicial, por meio da análise da significância estatística dos coeficientes das variáveis utilizando outro método de estimação, o método *Generalized Estimating Equations* (GEE).

A literatura econométrica apresenta algumas críticas ao uso de modelos do tipo Tobit quando as variáveis dependentes assumem característica fracionária, limitadas entre zero e um (PAPKE; WOOLDRIDGE, 2008; GALLANI; WOOLDRIDGE, 2015). O método GEE, definido por Papke e Wooldridge (2008) como um modelo de resposta fracionária, é adequado para lidar com possíveis limitações do modelo Tobit quando as variáveis dependentes têm essa característica de fração. O método GEE é similar ao método Logit, com a diferença de que aceita não apenas variáveis binárias como variável dependente, mas também proporções. Além disso, o método GEE tem função específica no software STATA 15 (STATA CORP, 2015), própria para lidar com dados em painel (função XTGEE).

Para a operacionalização do método GEE, a variável dependente *payout* foi objeto da seguinte transformação: os valores maiores do que 1, assumiram valor 1. A interpretação dessa transformação é que todas as companhias que apresentaram *payout* maior do que 1, distribuíram 100% do lucro do período sobre a forma de proventos. De mesma forma que no

modelo original, testou-se a aplicação do método GEE com outra variável dependente, a razão dos proventos pagos sobre o ativo total, obtendo-se resultados semelhantes quanto à significância estatística e sinal dos coeficientes.

Apresenta-se, na tabela 16, os resultados verificados no modelo econométrico da presente pesquisa, utilizando o método de estimação GEE no período completo, tendo o *payout* como variável dependente, assim como no modelo original desta pesquisa.

Tabela 16 - Modelo GEE - Período completo - 2000 a 2016. As colunas apresentam os resultados da regressão GEE: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para bancos. Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,91750*** (0,26451)	-1,23226 (1,49930)	0,77418** (0,25458)	0,92610*** (0,26471)
EPD	1,77036*** (0,10931)	1,53090** (0,48533)	1,72398*** (0,10543)	1,78827*** (0,10962)
ALAVA	-0,34934*** (0,07642)	0,00829 (0,23164)	-0,33695*** (0,07364)	0,34415*** (0,07607)
TAM	0,15563*** (0,02363)	0,11752* (0,05570)	0,13465*** (0,02118)	0,15174*** (0,02292)
MKT	0,10747*** (0,03249)	-0,09627 (0,22516)	0,10102** (0,03136)	0,10356** (0,03205)
CONC	0,42294** (0,13946)	0,19337 (0,35210)	0,38730** (0,12930)	0,41779** (0,13790)
RISK	-6,09454*** (0,93156)	3,25682 (6,81445)	-5,93546*** (0,91403)	6,09906*** (0,92354)
FCO	1,46316** (0,44600)	9,51144+ (5,27750)	1,59125** (0,48404)	1,49193** (0,45444)
IPCA	-0,49813 (1,25309)	-5,53375 (4,48351)	-0,84447 (1,15315)	-0,79457 (1,16411)
PIB	-1,56274 (1,05286)	0,69732 (2,80860)	-1,69663+ (0,96591)	-1,54939 (0,97568)
TXJUR	-0,01661 (0,97016)	-3,1309 (3,09938)	-0,34392 (0,899)	-0,20141 (0,90514)
REC	1,22351 (1,92008)	0 (,)	1,02922 (1,53508)	1,05185 (1,52982)
DCTE	0,44961** (0,17219)	0,22447 (0,19511)	0,39637** (0,13026)	0,38382** (0,13836)
ROE x D_Bancos				-1,50346 (1,06104)
EPD x D_Bancos				-0,6485 (0,43834)
ALAVA x D_Bancos				0,10687 (0,27879)
TAM x D_Bancos				-0,0878 (0,05658)
MKT x D_Bancos				-0,04404 (0,11397)
CONC x D_Bancos				0,16191 (0,40616)
D_Bancos				1,76385+ (1,04685)

Constante	-4,84734*** (0,59547)	2,74077** (1,01509)	-4,35412*** (0,50519)	4,63434*** (0,51890)
Chi2	533,769	76,696	540,348	558,989
Observações	2902	184	3167	3167

Observa-se que o método GEE e o método Tobit aplicados no período completo apresentam resultados semelhantes em termos de significância estatística e sinais dos coeficientes. Especificamente no que se refere ao grupo de instituições financeiras, a variável TAM passa a ser estatisticamente significativa e positiva, diferentemente do modelo inicial Tobit. Nenhum dos coeficientes dos termos de interação entre variáveis de interesse e a variável D_Bancos é estatisticamente significativo, no sentido de que não há diferenças relevantes entre os efeitos dos determinantes de política de dividendos entre Instituições financeiras e demais companhias no período completo analisado. Esse resultado é diferente do resultado obtido com o modelo Tobit no período completo, que apresentou relação negativa e significativa a 5% na variável EPD combinada ao termo de interação para instituições financeiras (EPD x D_Bancos).

4.4.2 Setor Financeiro e Outros

Como teste de robustez dos resultados, realizou-se a análise comparativa entre os fatores determinantes dos dois grupos amostrais considerando o setor financeiro de forma mais abrangente, ou seja, levando-se em consideração todas as companhias classificadas no setor Financeiro e Outros da Económica como pertencentes ao grupo Instituições Financeiras, e não apenas as instituições financeiras com características de bancos comerciais, consideradas no grupo Instituições Financeiras do modelo original desta pesquisa.

Com essa classificação alternativa, alterações relevantes nos resultados do grupo Instituições Financeiras são esperadas, uma vez que ocorre um aumento considerável no número de observações nesse grupo amostral (623 observações, ao invés de 265 no modelo original). Outro aspecto que pode acarretar em alterações nos resultados é que nessa nova classificação para o grupo Instituições Financeiras, foram consideradas companhias com características diversas às companhias com característica de bancos comerciais selecionadas para esse grupo no modelo original. Nessa nova classificação, foram selecionadas seguradoras, *holdings*, bancos de investimento, entre outros; conjuntamente com as companhias selecionadas inicialmente no modelo original.

Os resultados apresentaram as seguintes alterações em relação ao modelo original: no grupo Demais Companhias, o sinal e a significância das variáveis foram mantidos, com exceção da variável MKT, que passou a não apresentar significância estatística; no grupo Instituições Financeiras, TAM e FCO passaram a ter significância estatística com efeito positivo, da mesma forma que o grupo Demais Companhias. Também no grupo Instituições Financeiras, a variável RISK passou a ter significância estatística, com o mesmo sinal negativo verificado no grupo Demais Companhias. Esses resultados podem ser verificados na tabela 17, a seguir.

Tabela 17 - Modelo Tobit - Período Completo - 2000 a 2016 - com setor Financeiro e Outros inteiro. As colunas apresentam os resultados da regressão Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras modificado, considerando todas as companhias classificadas no setor Financeiro e Outros da Econômica (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para bancos. Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,47620*** (0,086)	0,00621 (0,14772)	0,39938*** (0,07332)	0,45479*** (0,07826)
EPD	0,38051*** (0,02911)	0,44330*** (0,05115)	0,39530*** (0,02535)	0,38409*** (0,02727)
ALAVA	-0,17868*** (0,02478)	-0,03761 (0,0343)	-0,13591*** (0,01931)	-0,17076*** (0,02311)
TAM	0,04838*** (0,00806)	0,03177*** (0,00903)	0,04694*** (0,0063)	0,04653*** (0,00737)
MKT	0,01787 ⁺ (0,00966)	0,01861 (0,01776)	0,01761* (0,00846)	0,02042* (0,00894)
CONC	0,12635** (0,04336)	-0,01427 (0,0598)	0,10646** (0,03619)	0,12347** (0,04055)
RISK	-1,80924*** (0,27187)	-1,20512** (0,45628)	-1,62938*** (0,23266)	-1,70032*** (0,23457)
FCO	0,48126*** (0,10369)	0,27251* (0,13488)	0,44529*** (0,08609)	0,44451*** (0,08689)
IPCA	-0,3694 (0,38613)	0,48563 (0,5605)	-0,18954 (0,32383)	-0,14496 (0,32395)
PIB	-0,11098 (0,26385)	-0,19306 (0,37775)	-0,20694 (0,22021)	-0,13692 (0,2206)
TXJUR	-0,35548 (0,28658)	-0,29996 (0,41775)	-0,40702 ⁺ (0,23909)	-0,33524 (0,23987)
REC	0,59878 (0,57775)	0,40717 (0,54213)	0,46269 (0,4263)	0,54027 (0,42593)
DCTE	0,15389** (0,05383)	0,01232 (0,05498)	0,12885** (0,04175)	0,11563** (0,04254)
ROE x D_Financeiro				-0,37592* (0,15395)
EPD x D_Financeiro				0,03342 (0,0582)

ALAVA x D_Financeiro				0,13710**
				(0,04852)
TAM x D_Financeiro				-0,00522
				(0,01299)
MKT x D_Financeiro				-0,01242
				(0,02243)
CONC x D_Financeiro				-0,09071
				(0,08773)
D_Financeiro				0,20376
				(0,21421)
Constante	-0,98070***	-0,35713 ⁺	-0,89847***	-0,88749***
	(0,18304	(0,20755	(0,14481	(0,15509)
Chi2	355,346	135,068	454,83	473,769
Observações	2544	623	3167	3167

Conforme o esperado, os resultados desse teste, que considerou o setor Financeiro e Outros inteiro no grupo Instituições Financeiras, apresentaram maior poder explicativo em relação ao *payout* desse grupo. No entanto, ressalta-se que as companhias do setor Financeiro e Outros da Econômica, que compuseram esse grupo amostral, têm características bastante variadas que podem interferir nas relações com o *payout*. Para um maior entendimento sobre as decisões de política de dividendos do setor financeiro, sugere-se como pesquisas futuras, uma investigação maior a respeito dos fatores determinantes da política de dividendos desse setor individualmente.

4.4.3 Observações com *Payout* igual a zero

No modelo original desta pesquisa, foram consideradas as companhias com *payout* maior ou igual a zero. Analisa-se nessa subseção a amostra mantendo somente, nos casos de observações com *payout* igual a zero, aquelas que tiveram lucro líquido no próprio ano da observação, ou que apesar de terem prejuízo no ano, tiveram lucro no ano anterior. Essa análise tem o objetivo de restringir objetivamente a amostra àquelas companhias que poderiam ter distribuído dividendos.

Tabela 18 - Modelo Tobit - Período Completo - 2000 a 2016 - Payouts iguais a zero ajustados. Teste com variável dependente ajustada. As observações que apresentaram *payout* igual a zero foram restringidas às que apresentaram lucro líquido no ano ou no ano anterior. As colunas apresentam os resultados da regressão Tobit: (1) no grupo Demais Companhias, (2) no grupo Instituições Financeiras, (3) na amostra completa e (4) na amostra completa com *dummy* de interação para bancos. Notas: *, **, *** representam significância estatística de 5%, 1% e 0,1%, respectivamente. O sinal + representa significância de 10%, além do critério de corte adotado na literatura.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0,12919 (0,08115)	-0,36746 (0,24003)	0,10394 (0,07519)	0,12563 (0,07876)
EPD	0,35968 *** (0,02678)	0,21691 ** (0,08278)	0,34767 *** (0,0253)	0,36078 *** (0,02602)
ALAVA	-0,10052 ** (0,02019)	-0,05828 (0,07783)	-0,09733 *** (0,01912)	0,09774 *** (0,01963)
TAM	0,04281 *** (0,00686)	0,01661 (0,01322)	0,03826 *** (0,00606)	0,04145 *** (0,00658)
MKT	0,03358 *** (0,00885)	0,01644 (0,03516)	0,03258 *** (0,00843)	0,03282 *** (0,00857)
CONC	0,12170 ** (0,03789)	0,10376 (0,09409)	0,11573 ** (0,03519)	0,11965 ** (0,03679)
RISK	-1,65490 *** (0,24723)	1,03145 (2,08626)	-1,62994 *** (0,23852)	1,63900 *** (0,23923)
FCO	0,32476 *** (0,09375)	-0,15907 (1,35578)	0,34086 *** (0,09044)	0,32563 *** (0,09126)
IPCA	0,10126 (0,34785)	-0,65728 (0,83998)	0,03673 (0,32203)	0,0298 (0,32301)
PIB	-0,11265 (0,23414)	-0,20298 (0,5733)	-0,15779 (0,21733)	-0,13198 (0,21805)
TXJUR	-0,31016 (0,25462)	-0,37941 (0,6031)	-0,35129 (0,23548)	-0,33968 (0,23651)
REC	0,38901 (0,48661)	0,25648 (0,69139)	0,36271 (0,41781)	0,34865 (0,41804)
DCTE	0,15966 *** (0,04681)	0,0666 (0,05883)	0,13629 *** (0,03933)	0,13807 *** (0,04054)
ROE x D_Bancos				-0,30316 (0,22968)
EPD x D_Bancos				-0,18364 * (0,08672)
ALAVA x D_Bancos				0,02134 (0,09621)
TAM x D_Bancos				-0,02518 (0,01952)
MKT x D_Bancos				-0,00747 (0,03613)
CONC x D_Bancos				0,00415 (0,12887)
D_Bancos				0,53645

				(0,35909)
Constante	-0,84920***	-0,02282	-0,71927***	0,77676***
	(0,15909)	(0,2618)	(0,13892)	(0,1442)
Chi2	328,936	23,803	349,843	358,615
Observações	2608	261	2869	2869

Conforme evidenciado na Tabela 18, os resultados foram semelhantes aos resultados do modelo original, em termos de sinal e significância estatística das variáveis, com exceção da variável ROE que deixou de apresentar significância estatística em relação ao *payout* no grupo Demais Companhias e amostra completa. Uma possível explicação para esse resultado é que, ao excluir as observações com prejuízo no período ou no período anterior, diminui-se a variabilidade da variável lucratividade (representada pelo ROE), fazendo com que ela deixe de ser relevante para a determinação do *payout* dessas companhias.

Cabe salientar que as companhias que não satisfizeram o critério de lucro no ano ou ano anterior, poderiam ter distribuído dividendos em alguns casos, com a utilização de reservas de lucros ou lucros acumulados. Uma análise mais aprofundada sobre esses casos, a partir do cálculo dos lucros passíveis de distribuição, somando-se resultados do período e lucros acumulados, constitui uma importante possibilidade para pesquisas futuras.

A possibilidade de exclusão integral dos casos em que a variável dependente *payout* apresenta valor igual à zero, além da exclusão das observações com *payout* negativo efetuada no modelo original, foi desconsiderada nesta pesquisa. Entende-se que, nesse caso, a análise dos resultados teria um enfoque um pouco diferente. O enfoque seria identificar as diferenças dos fatores determinantes da política de dividendos dos grupos amostrais, levando em consideração somente as companhias que apuraram lucro no período e decidiram distribuir dividendos, sendo retiradas da análise companhias que poderiam ter distribuído dividendos mas não o fizeram. Portanto, optou-se por não realizar análises com essa exclusão na presente pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou identificar os principais fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras e não financeiras no entre os anos de 2000 e 2016, e nos subperíodos estipulados para esta pesquisa, com o propósito de verificar se os grupos amostrais são diferentes em se tratando da política de dividendos.

Conforme esperado preliminarmente, a partir das expectativas verificadas na literatura, os resultados fornecem evidências empíricas de que as instituições financeiras são diferentes das demais companhias em relação aos fatores determinantes da política de dividendos quando analisa-se os grupos amostrais separadamente, no período completo e nos subperíodos. Observou-se, por meio das diversas especificações alternativas dos modelos testados, que todas as variáveis de interesse apresentaram significância estatística em relação ao *payout* no grupo Demais Companhias e na amostra completa na maioria das especificações, enquanto apenas a variável Estabilidade da Política de Dividendos (EPD) apresentou significância estatística com regularidade em relação ao *payout* no grupo Instituições Financeiras.

Foi possível verificar que o sinal e a significância estatística dos coeficientes das variáveis da amostra completa são muito semelhantes aos resultados do grupo Demais Companhias. Dessa forma, pode-se concluir que as diferenças verificadas nos fatores determinantes do grupo Instituições Financeiras isolado não acarretam modificações relevantes nos fatores determinantes da amostra completa. Essa verificação sugere que a exclusão das companhias financeiras nas pesquisas sobre política de dividendos não é justificada em bases empíricas.

Visando confirmar estatisticamente a hipótese de que as variáveis de interesse afetam de forma diferente os grupos amostrais desta pesquisa, foram adicionados termos de interação para instituições financeiras às variáveis de interesse do modelo econométrico proposto (D_Bancos multiplicando cada variável de interesse). Por meio dessa análise foi possível identificar diferença estatisticamente significativa somente na variável Estabilidade da Política de Dividendos combinada ao termo de interação (EPD x D_Bancos) entre os grupos amostrais analisados no período completo. Esse resultado indica que a EPD, apesar de ser o único fator determinante em comum para os dois grupos amostrais, influencia o *payout* das instituições financeiras de maneira diferente das demais companhias. Verificou-se um efeito diferencial negativo e significativo na variável EPD x D_Bancos, indicando que a sua relação com o

payout é significativamente menor para as instituições financeiras, contrariando a literatura pesquisada.

Adicionalmente, foram verificadas diferenças importantes nos fatores determinantes da política de dividendos quando o modelo é aplicado nos subperíodos estipulados para esta pesquisa. Observou-se que os fatores determinantes dos grupos amostrais não são constantes no tempo. Dessa forma, pode-se inferir que diferentes cenários da economia brasileira podem influenciar a política de dividendos dos dois grupos amostrais e da amostra completa, sendo mais evidente para o grupo Instituições Financeiras, tendo em vista que as variações nos coeficientes das variáveis de um subperíodo em relação a outro foram mais evidentes nesse grupo amostral. Assim, contribui-se para a literatura evidenciando que estudos sobre políticas de dividendos são sensíveis ao período escolhido, o que pode sugerir que a política de dividendos das companhias é adaptável às condições econômicas.

Considera-se que o objetivo geral desta pesquisa foi alcançado. Identificaram-se diferenças quanto aos fatores determinantes da política de dividendos dos dois grupos amostrais. Por meio do método Tobit inicialmente proposto, não foi possível rejeitar a hipótese nula, o que indica que as instituições financeiras são diferentes das demais companhias quando se trata dos fatores determinantes da política de dividendos, especificamente no que se refere ao efeito da variável EPD nos dois grupos amostrais.

Foram realizados vários testes de robustez com a finalidade de testar a sensibilidade dos resultados obtidos no modelo Tobit com a escolha de variáveis alternativas, assim como em um método econométrico alternativo. Não foram observadas diferenças relevantes quando o modelo Tobit foi estimado com variáveis alternativas.

No entanto, ao testar um método alternativo para a estimação dos coeficientes das variáveis propostas no modelo original, o método GEE, não foi identificado efeito diferencial significativo em nenhuma das variáveis de interesse combinadas ao termo de interação *D_Bancos*. Dessa forma, não foi possível confirmar a ocorrência de efeito diferencial relevante entre os grupos amostrais com esse outro método. Portanto, a conclusão em questão é sensível ao método utilizado, sendo recomendável a realização de pesquisas futuras quanto à determinação do método mais adequado para análises de política de dividendos.

A partir da verificação de resultados semelhantes no grupo Demais Companhias e na amostra completa, pode-se concluir que a inclusão das instituições financeiras na amostra não acarreta em alterações nos resultados da amostra completa. Portanto, não se observam diferenças relevantes entre os grupos a ponto de justificar a exclusão das instituições financeiras nos estudos sobre o tema.

Cabe ressaltar que as evidências empíricas com relação as diferenças entre os grupos podem ser prejudicadas pela pequena quantidade de observações no grupo de amostra das instituições financeiras, em comparação a amostra das companhias não financeiras, sendo essa uma característica do mercado de capitais brasileiro.

Sugere-se que sejam realizadas pesquisas futuras com a análise comparativa entre os fatores determinantes dos dois grupos amostrais em outros intervalos de tempo ou subperíodos diferentes, por exemplo, dividindo o período completo em subperíodos correspondentes aos anos antes e depois da implantação das normas internacionais de contabilidade no Brasil, de maneira a verificar se a adoção das normas influenciou as decisões de política de dividendos dos grupos amostrais de maneira diferente.

Tendo em vista a possibilidade que as decisões de distribuição de dividendos são inter-relacionadas com decisões de aumentos e reduções de capital, uma interessante alternativa para pesquisas futuras seria considerar a distribuição líquida de recursos aos acionistas como indicativa da política de dividendos, como os dividendos somados a recompras de ações e reduções de capital com pagamento aos sócios, diminuídos de aumentos de capital.

Inclui-se como sugestões para pesquisas futuras, identificar outras maneiras de estimar a estabilidade da política de dividendos, tais como a volatilidade do *payout*, a volatilidade do montante pago sob a forma de proventos ou a volatilidade do *dividend yield*. Essa possibilidade tem como objetivo confirmar a relevância desse fator para os grupos amostrais e para a amostra completa.

REFERÊNCIAS

- ABREU, A. F. de. As Proposições de Modigliani e Miller e a Tributação Brasileira. In: ENANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais ...** Setembro, p. 1–14, 2002.
- ABREU, J. F.; GULAMHUSSEN, M. A. Dividend payouts: Evidence from u.s. bank holding companies in the context of the financial crisis. **Journal of Corporate Finance**, v. 22, n. 1, p. 54–65, 2013.
- ACHARYA, V.; LE, H. T.; SHIN, H. S. Bank capital and dividend externalities. **Review of Financial Studies**, v. 30, n. 3, p. 988–1018, 2016.
- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Payout policy. **The wharton financial institutions center..** p. 1–29, 2003.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no brasil. **Revista de Administração**, v. 43, n. 1, p.72-83, jan./fev./mar. 2008.
- ATHARI, S. A.; ADAOGLU, C.; BEKTAS, E. Investor protection and dividend policy: the case of islamic and conventional banks. **Emerging Markets Review**, v. 27, p. 100-117, Jun. 2016.
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 2, p. 17–27, 1999.
- BAKER, H. K.; VEIT, E. T.; POWELL, G. E. Factors influencing dividend policy decisions of nasdaq firms. **The Financial Review**, v. 36, n. 3, p. 19–37, 2001.
- BARCLAY, M. J.; SMITH, C. W.; WATTS, R. L. The determinants of corporate leverage and dividend policies. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 4, p. 4–19, 1995.
- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259–270, 1979.
- BLACK, F. The dividend puzzle. **Georgetown Law Journal**, v. 93, n. 3, p. 845–895, 1976.
- _____; SCHOLLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 1, p. 1–22, 1974.
- BM&FBOVESPA, Í. D. B. Bm&fbovespa. 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indice>. Acesso em: 18 mar. 2017.
- BRASIL, B. C. Do. Banco central do brasil. 2017. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/top50/port/esc_met.asp>. Acesso em: 14 jul. 2016.
- BRAV, A. *et al.* Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, p. 483–527, 2005.

CALOMIRIS, C. W.; NISSIM, D. Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities. **Journal of Financial Intermediation**, v. 23, n. 3, p. 400–435, 2014.

CARVALHO, C. E. **Bancos e inflação no brasil**: da crise dos anos 1980 ao plano real. p. 1–23, 2003. s/d. Disponível em: <http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe_2003_56.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2017.

COLLINS, M. C.; BLACKWELL, D. W.; SINKEY JR, J. F. Financial innovation, investment opportunities, and corporate policy choices for large bank holding companies. **The Financial Review**, v. 29, n. 2, p. 223-247, May 1994.

D'UDEKEM, B. Dividend Persistence and Equity Agency Costs in Banking: Evidence from the Financial Crisis. **Solvay Brussels School Economics & Management. Working Paper** 14/013, 2014.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações - RCO**, v. 1, n. 1, p. 16–29, 2007.

DECOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. 2009. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <<https://www.repositorioceme.ufrgs.br/handle/10183/17957>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na bm&fbovespa: survey com cfo's. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461–498, 2012.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, Jul. 2008.

DIAMOND, D. W.; DYBIVIG, P. H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. **Journal of Political Economy**, v. 91, n. 1, p. 401–419, 1983.

DICKENS, R. N.; CASEY, K. M.; NEWMAN, J. A. Bank dividend policy: explanatory factors. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 41, n. 1, p. 3–12, 2002.

DOBROVOLSKY, S. P. **Corporate Income Retention**, 1915-43. [s.n.], 1951, v. 1, p. 1–6.

EASTERBROOK, B. F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **American Economic Association**, v. 74, n. 4, p. 650–659, 1984.

EMIDIO, M. D. A. L. *et al.* **Riscos em instituições financeiras**: um enfoque no acordo de Basileia III. p. 1–18, 2015. Disponível em: <<http://docplayer.com.br/22844580-Riscos-em-instituicoes-financeiras-um-enfoque-no-acordo-de-basileia-iii.html>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3–43, 2001.

FARRE-MENSA, J.; MICHAELY, R.; SCHMALZ, M. Payout policy. **Ross School of Business**, n. 1227, 2014.

FERREIRA, J. H. L. **A diversificação das receitas bancárias: seu impacto sobre o risco e o retorno dos bancos brasileiros**. 2016. 97 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos, São Leopoldo, 2016.

FERREIRA JUNIOR, W. O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na bovespa. **FACEF Pesquisa**, v. 13, n. 2, p. 190–203, 2010.

FONTELES, I. *et al.* Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da bm&fbovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 85, p. 173–204, 2012.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Determinant factors of dividend payments in brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167–180, 2015.

FORTI, C.; SCHIOZER, R. F. Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. **Journal of Banking and Finance**, v. 56, p. 1–11, Jul. 2015.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44–62, 2009.

GALLANI, S.; WOOLDRIDGE, J. M. Applications of fractional response model to the study of bounded dependent variables in accounting research. **Harvard Business School Working Paper**, v. 16–016, p. 1–57, 2015.

GLEN, J. D. *et al.* Dividend policy and behavior in emerging markets: to pay or not to pay. Washington, D.C.: **The World Bank**, 1995.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99–105, 1959.

_____. Optimal investment and financing policy. **American Finance Association**, v. 18, n. 2, p. 264–272, 1963.

GRAHAM, B.; DODD, D. **Security analysis**. New York: McGraw-Hill, 1934.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. São Paulo: Bookman, 2011.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na bovespa. **Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças**, v. 1, 2003.

HIRTLE, B. Bank holding company dividends and repurchases during the financial crisis. **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, n. 666, Mar. 2014.

HOCH, V. D. **Juros sobre capital próprio: os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas.** 2017. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos, São Leopoldo, 2017.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

KAPPEL, R. da S. **Decisão de investimento: impacto da restrição financeira e das crises econômicas.** 2017, 146f. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos, São Leopoldo, 2017.

KAUKO, K. Why is equity capital expensive for banks? **Bank of Finland Research Discussion Paper**, v. 4, p. 2–25, 2012.

LA PORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000a.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1–2, p. 3–27, 2000b.

LEPETIT, L; *et al.* Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights. **International Review of Financial Analysis**, v. 56, p. 93-111, 2018.

_____; MESLIER, C.; WARDHANA, L. I. **Reducing agency conflict through bank dividend payout decisions: the role of opacity and ownership structure.** 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2808998>. Acesso em 10 dez 2017.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Association**, v. 46, n. 2, p. 97–113, 1956.

_____. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 19, n. 1, p. 118–135, 1962.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição Comemorativa, p. 39–53, out. 2003.

MAGALHAES, R.; URTIAGA, M. G.; TRIBÓ, J. A. **Banks' ownership structure, risk and performance.** 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102390>. Acesso em: 10 dez. 2017.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 1, p. 411–433, 1961.

MORGAN, D. P. Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry. **The American Economic Review**, v. 92, n. 4, p. 874–888, 2000.

NESS JUNIOR, W.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, v. 36, n. 2, p. 89–102, 2001.

ONALI, E. *et al.* Ceo power, government monitoring, and bank dividends. **Journal of Financial Intermediation**, v. 27, p. 89-117, 2015.

PAPKE, L. E.; WOOLDRIDGE, J. M. Panel data methods for fractional response variables with an application to test pass rates. **Journal of Econometrics**, v. 145, n. 1–2, p. 121–133, Jul. 2008.

PARTINGTON, G. T. Dividend policy and its relationship to investment and financing policies. **Journal Of Business Finance & Accounting**, v. 12, n. 4, p. 531-542, Dec. 1984

PROCIANOY, J. L. **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 (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

_____. **Gestão de investimentos e fundos.** Rio de Janeiro: Financial, 2006.

_____; VANCIN, D. F.; VOELCKER, G. M. Uma análise das variáveis dependentes no estudo dos determinantes da política de dividendos. In: SALÃO SALÃO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 28., 2016. Porto Alegre. **Resumos ...** UFRGS, Porto Alegre, 2016. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/153772>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

_____; VERDI, R. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, p. 217–242, dez. 2003.

ROSS, S. A. *et al.* **Fundamentos de administração financeira.** 9. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2013.

ROZEFF, M. S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **The Journal of Financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.

SANTOS, R. F. C. **Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos.** 2008. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Contabilidade e Administração de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **The University of Chicago Press Journals**, v. 94, n. 3, p. 461–488, 1986.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348–361, 2004.

SILVA, A. O.; DANTAS, J. A. Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 4, p. 43–63, 2015.

SMITH, R. P.; FUERTES, A. **Panel Time-Series**. 2010. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.168.4383>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

STATACORP. **Stata Statistical Software: Release 14**. College Station, TX: StataCorp LP

TERRA, P. R. S.; ZAGONEL, T. Política de dividendos, tributação e governança corporativa no brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 37., Rio de Janeiro. **Anais ...** Rio de Janeiro, 2013.

THEIS, J.; DUTTA, A. S. Explanatory factors of bank dividend policy: revisited. **Managerial Finance**, v. 35, n. 6, p. 501–508, 2009.

VANCIN, D.; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89–123, 2016

VIANA JUNIOR, D.; PONTE, V. Dividend policy: a comparative study between brazilian and american companies. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 25–44, jan./mar. 2016.

WEBER, R. A. **Política de dividendos no setor bancário brasileiro**. 2008. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, Porto Alegre, 2008.

WEBER, R. de A.; PROCIANOY, J. L. Are banking dividends different? evidence from the brazilian banking sector. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., 2009. São Leopoldo. **Anais ...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2009.

WICKBOLDT, L. A. **A crise financeira mundial de 2008 e seu impacto na política de dividendos brasileiras**. 2011. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, São Leopoldo, 2011.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução a econometria**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2014.