

FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS

MARIANA LANNER DE ARAUJO SIMON

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

JAIRO LASER PROCIANOY

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

ROBERTO FROTA DECOURT

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradeço a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelo apoio concedido com a bolsa-taxa durante o mestrado. Este artigo resultou de pesquisas efetuadas durante o período de mestrado.

FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Há uma extensa literatura acerca da política de dividendos, formada por diversas proposições teóricas, tais como teoria de agência, sinalização e estabilidade da política de dividendos. Divergências teóricas são observadas desde os primeiros estudos sobre o tema, como o pressuposto de irrelevância dos dividendos no valor das companhias (Miller e Modigliani, 1961) e os contrapontos teóricos desenvolvidos inicialmente por Lintner (1962) e Gordon (1963).

Para um melhor entendimento sobre o tema no Brasil, alguns aspectos legais e normativos devem ser considerados. A Lei nº 6.404/76, que normatiza a distribuição de dividendos no Brasil, estabelece que os acionistas têm direito de receber como dividendo mínimo obrigatório, uma parcela de lucros estabelecida em estatuto, ou a metade do lucro líquido ajustado do período, quando o estatuto for omissivo.

Outro aspecto legal importante no cenário brasileiro é a possibilidade de remuneração dos acionistas por meio dos juros sobre o capital próprio (JSCP), introduzido pela Lei nº 9.249/95. A referida Lei estabelece que o valor de JSCP pago aos acionistas pode ser imputado ao montante distribuído como dividendo mínimo obrigatório. Além disso, os JSCP geram benefício fiscal para as empresas pagadoras, tendo em vista que podem ser deduzidos da base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) nas empresas tributadas pelo Lucro Real (HOCH, 2017).

No setor financeiro, observa-se outros aspectos que também podem influenciar a política de dividendos. As instituições financeiras estão sujeitas a regulamentação relacionada ao seu nível de capital, qualidade dos ativos e liquidez. O Banco Central do Brasil tem como prática a adequação aos princípios internacionais estabelecidos pelo Comitê da Basileia e atua como órgão de regulação e supervisão da atividade bancária no Brasil, com intuito de manter os níveis de liquidez e solvência das instituições por ele reguladas (BRASIL, 2017).

Diversos estudos analisam os fatores determinantes da política de dividendos, no entanto, há poucos estudos sobre o tema no setor financeiro. Observando essa oportunidade de pesquisa, considerando a importância do setor financeiro para a economia e sua relevância no mercado de capitais, este artigo se propôs a identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras. Este artigo contribui para o maior entendimento sobre como as instituições financeiras definem a sua política de dividendos, suportando os achados prévios que preveem a utilidade dos dividendos como importante ferramenta de gestão financeira das companhias.

Os resultados obtidos indicam que os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras são: Retorno sobre o Patrimônio Líquido, com efeito negativo e Concentração do Controle Acionário, com efeito positivo. Nesse contexto, pode-se inferir que as instituições menos lucrativas tendem a distribuir mais dividendos, indicando uma preocupação com o efeito sinalizador dos dividendos e que as instituições com controle acionário mais concentrado distribuem mais dividendos, em linha com o papel dos dividendos como redutores dos problemas de agência.

Este artigo está estruturado da seguinte maneira: introdução e delimitação do tema (seção 1); problema de pesquisa e objetivo (seção 2); revisão da literatura relevante para esta pesquisa (seção 3); metodologia (seção 4), análise dos resultados (seção 5) e, por fim, a conclusão (seção 6).

2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Ao verificar a literatura de política de dividendos, observa-se que diversos autores excluem as instituições financeiras das suas amostras, apesar de serem participantes relevantes no mercado de capitais, sendo parte um dos setores que mais distribuem dividendos no Brasil (FONTELES *et al.*, 2012; SILVA; DANTAS, 2015). O elevado grau de regulamentação bancária no Brasil e os níveis diferenciados de alavancagem são algumas das justificativas para a exclusão do setor dos estudos sobre o tema (WEBER, 2008). O presente artigo se propõe a explorar a lacuna observada na literatura, com o seguinte problema de pesquisa: “quais são os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras?”

A principal contribuição deste artigo é fornecer mais informações sobre a política de dividendos das instituições financeiras, a fim de diminuir essa lacuna e ampliar a compreensão sobre o tema. Este artigo tem como objetivo identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras atuantes no Brasil.

As principais hipóteses teóricas a serem testadas é que a estabilidade da política de dividendos tem relação com o *payout*, em linha com o efeito sinalizador dos dividendos (DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002), e que as instituições com mais concentração de controle acionário tem *payout* elevado, como mecanismo de redução de problemas de agência (LEPETIT *et. al.*, 2016).

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 Estudos teóricos

Lintner (1956) relacionou a estabilidade dos dividendos com a obtenção de um julgamento favorável por parte dos investidores, uma vez que uma redução dos proventos podem sinalizar que os dividendos correntes não sejam sustentáveis a longo prazo, assim como o estudo seminal de Miller e Modigliani (1961). Bhattacharya (1979) argumenta que os investidores têm informações assimétricas sobre o desempenho das empresas e que os dividendos são sinalizadores da geração dos fluxos de caixas futuros. Black (1976) intitula de enigma dos dividendos (*dividend puzzle*) o fato das empresas continuarem pagando dividendos em países onde há desvantagem fiscal em relação ao ganho de capital, indicando uma preocupação com o conteúdo informacional dos dividendos. Esse enigma pode ser explicado pela teoria do “pássaro na mão”, que sugere que os investidores são geralmente avessos ao risco e preferem um dividendo efetivamente pago a um ganho de capital incerto (GORDON, 1963).

Alguns investidores demonstram sua preferência por dividendos estáveis por meio da alocação de recursos em ações de companhias que paguem dividendos regularmente e de forma previsível, pois essas ações possibilitam a remuneração periódica e regular sobre o montante investido (PROCIANOY, 2006). As instituições financeiras têm essa característica de pagar dividendos regularmente (FONTELES *et al.*, 2012; SILVA; DANTAS, 2015). 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).

A propensão em manter o nível de pagamento de dividendos estável prevaleceu nos bancos norte-americanos mesmo durante a crise financeira de 2007-09 (D'UDEKEM, 2014; HIRTLE, 2014; ATHARI; ADAOGKU; BEKTAS, 2016). Isso pode ser justificado pelo fato de que reduções no pagamento dos dividendos são associadas a uma reação negativa no preço das ações e podem ser vislumbrados como um sinal de baixa nos lucros futuros, corroborando

a teoria da sinalização dos dividendos (ABREU; GULAMHUSSEN, 2013; CALOMIRIS; NISSIM, 2014; D'UDEKEM, 2014; FORTI; SCHIOZER, 2015).

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. Diamond e Dybvig (1983) ressaltam que a viabilidade de um banco depende das crenças dos credores sobre a qualidade dos ativos e que uma corrida por depósitos bancários pode ser desencadeada por expectativas insatisfatórias sobre a liquidez da instituição. 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 e, conseqüentemente, na economia (ACHARYA; LE; SHIN, 2016).

Outro aspecto teórico que pode influenciar a política de dividendos das instituições financeiras está relacionado com a teoria de agência. A expectativa é que as empresas com mais fluxo de caixa livre paguem mais dividendos. Segundo a teoria de agência, empresas com excesso de caixa, utilizam o pagamento de dividendos como redutores de custos de agência, reduzindo o montante de caixa a disposição dos gestores (EASTERBROOK, 1984).

Os bancos são como “caixas-pretas”, em que os riscos assumidos no processo de intermediação financeira são de difícil observação pelos participantes do mercado (MORGAN, 2000). Devido a essas características, espera-se uma maior propensão a problemas de agência para as companhias do setor financeiro. Nesse contexto, a distribuição de dividendos é utilizada como mecanismo de redução dos conflitos de agência, reduzindo a discricionariedade sobre os lucros por parte dos controladores (PROCIANOY, 1994).

Segundo D'Udekem (2014), os gestores dos bancos procuram manter a moderação na apropriação da riqueza dos acionistas, mediante o pagamento de dividendos e a conseqüente redução dos custos da agência. Com base no argumento de Morgan (2000), de que os bancos têm um conjunto de características que os tornam menos transparentes aos olhos do mercado, Lepetit et al. (2016) salienta que há um papel natural dos dividendos na redução de conflitos de agência, uma vez que os bancos geralmente têm um grande número de pequenos depositantes, com pouco incentivo para monitorar os gestores individualmente. Forti e Schiozer (2015) identificaram heterogeneidade nos tipos de depositantes e uma alta concentração de propriedade do setor bancário brasileiro, o que favorece a geração de custos de agência.

3.2. Estudos empíricos

Collins, Blackwell e Sinkey Jr (1994) identificaram relação negativa e significativa apenas entre oportunidades de crescimento no estudo sobre fatores determinantes da política de dividendos de *holdings* bancárias americanas no período de 1977 a 1985. Dickens, Casey e Newman (2002) identificaram relação positiva entre tamanho e estabilidade e a política de dividendos de instituições financeiras americanas, de 1998 a 2000. Theis e Dutta (2009) pesquisaram *holdings* bancárias americanas em 2006 e identificaram a relação inversa entre tamanho, contrariando o resultado de Dickens, Casey e Newman (2002).

Em uma pesquisa realizada em instituições financeiras americanas de 2004 a 2009, Abreu e Gulamhussen (2013) identificaram tamanho, rentabilidade e oportunidades de crescimento como fatores determinantes da política de dividendos, em linha com os fatores reportados por Fama e French (2001) em sua pesquisa em companhias não financeiras.

D'Udekem (2014) pesquisou sobre a propensão em reduzir a distribuição de dividendos durante o período da crise financeira mundial de 2007 a 2009. Para isso, analisou a política de

dividendos dos bancos americanos nos antes (2004 a 2006), durante (2007 a 2009) e depois da crise (2010 a 2012). D'Udekem (2014) inferiu que os bancos pagam dividendos durante a crise para reduzir os custos de agência, manter a reputação e preservar o acesso ao mercado de capitais.

Onali *et al.* (2015) constataram que os bancos europeus preferem pagar menos dividendos, com a finalidade de evitar a atenção indesejada de reguladores do governo. Esse resultado contraria a literatura que identifica o setor financeiro como um dos setores que mais distribui dividendos no Brasil (FONTELES *et al.*, 2012; SILVA; DANTAS, 2015).

Motivada pela escassez de estudos anteriores sobre a política de dividendos do setor financeiro brasileiro, Weber (2008) buscou identificar os principais fatores determinantes da política de dividendos dos bancos brasileiros no período de 2001 a 2006, por meio da análise de uma série de regressões lineares. Segundo Weber (2008), o modelo com maior poder explicativo foi o de proventos pagos em função do ativo total como variável dependente, pois representa uma boa métrica para controlar a diferença de tamanho das instituições. Com relação aos fatores determinantes, Weber (2008) identificou significância estatística nas variáveis retorno sobre o ativo, ativo permanente e PIB (Produto Interno Bruto).

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 a sinalização direcionada aos acionistas é implausível, considerando que os depositantes sensíveis à informação são os investidores institucionais. A preocupação com a sinalização foi particularmente forte durante o período de crise financeira, quando a opacidade dos ativos e a assimetria de informações dos depositantes quanto à liquidez da instituição é ampliada (FORTI; SCHIOZER, 2015).

Na Tabela 1 é possível observar um resumo dos principais fatores determinantes da política de dividendos do setor financeiro reportados na literatura empírica pesquisada.

Tabela 1 - Resumo dos principais fatores determinantes encontrados na literatura de política de dividendos no setor financeiro. As variáveis com significância estatística estão representadas com a expressão "Positiva" quando a relação de significância dos coeficientes com a variável dependente for positiva e "Negativa" quando a significância for negativa.

Estudos empíricos	Collins et al. (1994)	Dickens, Casey e Newman (2002)	Weber (2008)	Theis e Dutta (2009)	Abreu e Gulamhussen (2013)	Hirtle (2014)	Athari, Adaoglu e Bektas (2016)	Lepetit et al. (2016)
Variável dependente	Payout	Dividend Yield	Dividendos / Ativo	Dividend Yield	Payout	Dividendos Totais	Payout	Payout
Variáveis independentes								
Retorno			Positiva		Positiva			
Estabilidade da Política de Dividendos		Positiva				Positiva	Positiva	
Alavancagem			Negativa					
Tamanho		Positiva		Negativa	Positiva			
Oportunidades de crescimento	Negativa	Negativa			Negativa			
Concentração		Negativa						Negativa
Amostras	104 bancos (EUA)	677 bancos (EUA)	183 bancos brasileiras	99 bancos (EUA)	462 bancos (EUA)	78 bancos (EUA)	79 bancos islâmicos	Bancos de 51 países
Períodos	1977 a 1985	1998 a 2000	2001 a 2006	2006	2004 a 2009	2007 a 2009	2003 a 2012	2001 a 2014

Fonte: elaborado pela autora, adaptado de Vancin e Procianny (2016).

4 METODOLOGIA

4.1. Coleta de dados, período e amostra

O presente artigo utiliza dados públicos extraídos do banco de dados Econômica, 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).

Utilizou-se os dados das companhias abertas listadas na bolsa de valores B3 nos períodos de 2000 a 2016. Os dados de 1999 foram coletados somente para o cálculo das variáveis que necessitam de dados do período anterior. A amostra comporta as companhias abertas com registro ativo na B3 em cada período, classificadas como Segmento Bovespa Bancos na Econômica. Observou-se que algumas companhias não possuíam classificação pelo critério Segmento Bovespa da Econômica. Para esses casos, utilizou-se o critério de classificação setorial internacional Setor NAICS (*North America Industrial Classification*), disponível na Econômica, para selecionar as instituições financeiras da amostra.

As companhias selecionadas pelos critérios descritos foram identificadas e sua classificação foi verificada no site do BACEN. Optou-se por manter na amostra somente as companhias com característica de banco comercial (banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial), devido às características em comum dessas instituições. Dessa forma, a amostra final foi composta pelas instituições financeiras com registro ativo na B3, após os critérios de classificação descritos e a posterior exclusão de observações com falta de dados e com *payout* do ano corrente ou do ano anterior negativos ou iguais a zero. A amostra final totalizou 233 observações empresa-ano, distribuídas nos 17 anos pesquisados.

4.2. Variáveis do modelo econométrico

4.2.1. Variável dependente

Utiliza-se a razão dos proventos pagos pela companhia no período sobre o lucro líquido da companhia no período (*PAYOUT*) como variável dependente desta pesquisa (equação 1). Procianoy, Vancin e Voelcker (2016) entendem que o *payout* é a variável dependente que melhor explica a decisão de pagar dividendos, pois representa melhor a decisão da empresa quanto a acumular ou distribuir lucros aos acionistas.

Como proventos, entende-se o total de dividendos e os juros sobre capital próprio (JSCP), líquidos de imposto de renda retido na fonte. A Deliberação CVM 683/ 2012 normatiza que o tributo retido na fonte, que a companhia deva reter e recolher, não é considerado quando se imputam os JSCP ao dividendo mínimo obrigatório.

$$PAYOUT_{i,t} = Proventos_{i,t} / Lucro Líquido_{i,t} \quad (1)$$

4.2.2. Variáveis independentes

4.2.2.1. Variáveis de interesse

Os possíveis fatores determinantes da política de dividendos são representados pelas variáveis independentes apresentadas a seguir.

Retorno sobre o Patrimônio Líquido: propõe-se a utilização da variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE - *Return on Equity*) como medida de lucratividade. O papel desse índice é representar quanto uma empresa gera de lucro no período em relação ao seu capital investido (ROSS *et al.*, 2013), portanto, utiliza-se o ROE por meio do lucro líquido do período (t) em relação ao patrimônio líquido do período anterior (t-1).

$$ROE_{i,t} = Lucro\ Líquido_{i,t} / Patrimônio\ Líquido_{i,t-1} \quad (2)$$

Espera-se que as companhias mais lucrativas não precisem reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros e, por isso, distribuam mais dividendos. Weber (2008) e Abreu e Gulamhussen (2013) encontraram significância estatística e relação positiva entre a variável retorno e a política de dividendos das instituições financeiras.

Estabilidade da Política de Dividendos: utiliza-se o *payout* do ano anterior como valor de referência para a distribuição dos dividendos correntes, representando a estabilidade da política de dividendos (EPD), da mesma forma que Weber (2008) utilizou.

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

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. A literatura reporta uma tendência em manter o nível de pagamento de dividendos estável, devido ao efeito sinalizador dos dividendos no setor financeiro (DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002; D'UDEKEM, 2014; HIRTLE, 2014; ATHARI; ADAOGLU; BEKTAS, 2016).

Alavancagem Alternativa: este artigo utiliza a variável Alavancagem Alternativa (ALAVA) como medida de endividamento. Para compor a variável ALAVA, utiliza-se primeiramente o índice *Equity Multiplier* (EM) como medida de alavancagem das instituições financeiras (SILVA; DANTAS, 2015). O índice EM é calculado pela razão do ativo total sobre o patrimônio líquido (ROSS *et al.*, 2013).

A alta alavancagem é um dos motivos reportados na literatura para a exclusão do setor financeiro das pesquisas sobre política de dividendos (WEBER, 2008). Com a finalidade de relativizar a alavancagem da companhia à alavancagem média do setor ao qual ela pertence, este artigo utiliza a variável ALAVA como um método alternativo de estimação da alavancagem, demonstrado na equação 4.

$$ALAVA_{i,t} = (EM_{i,t} - EM\ médio_{s,t}) / EM\ médio_{s,t} \quad (4)$$

Onde:

EM = índice *Equity Multiplier* (Ativo Total/Patrimônio Líquido)

Silva e Dantas (2015) destacam que os investidores percebem as instituições financeiras altamente alavancadas como de maior risco. Espera-se que as instituições financeiras mais alavancadas sejam mais arriscadas e distribuam menos dividendos.

Tamanho: utiliza-se o logaritmo natural do ativo total da companhia no período, como estimativa de tamanho (TAM) das instituições financeiras, da mesma forma que Weber (2008) e Forti, Peixoto e Alves (2015) utilizaram.

$$TAM_{i,t} = \text{Log} (AT_{i,t}) \quad (5)$$

O tamanho é um dos principais fatores explicativos da política de dividendos reportado na literatura de instituições financeiras (DICKENS; CASEY; NEWMAN, 2002; ABREU; GULAMHUSSEN, 2013).

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 (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

$$MKT_{i,t} = \text{Valor de Mercado}_{i,t} / \text{Patrimônio Líquido}_{i,t} \quad (6)$$

As projeções de investimentos futuros tendem a provocar um aumento na distribuição de dividendos, visto que os gestores pagam mais dividendos diante de perspectivas consistentes de crescimento de fluxo de caixa das companhias (FONTELES *et al.*, 2012).

Concentração do Controle Acionário: para estimar a variável Concentração do Controle Acionário (CONC), utiliza-se a proporção de ações ordinárias em poder do maior acionista.

$$CONC_{i,t} = \frac{\text{Total de ações Ordinárias do maior acionista}_{i,t}}{\text{Total de ações ordinárias}_{i,t}} \quad (7)$$

Quanto maior é a concentração do controle acionário, maior é a demanda por dividendos por parte dos acionistas minoritários e detentores de ações preferenciais, pois, esses investidores tendem a requerer mais dividendos, tendo em vista a redução dos conflitos de interesses gerada pela redução das sobras de caixa em poder dos controladores (DECOURT, 2009). A concentração de controle acionário é uma característica das companhias brasileiras, assim como a utilização dos dividendos como redutor dos conflitos de agência na relação principal-principal, ou seja, entre acionistas majoritários e minoritários (PROCIANOY, 1994).

4.2.2.2. Variáveis de controle

Propõe-se a adoção das seguintes variáveis de controle, que complementam o modelo econométrico desta pesquisa.

Risco: optou-se por utilizar a volatilidade dos lucros como medida de risco (RISK) neste artigo, adaptando a medida de Ferreira (2016). A volatilidade dos lucros foi estimada por meio da

distância do retorno sobre o ativo (ROA) da companhia (i) no período (t), para o ROA médio da companhia (i) no período completo (Σt).

$$RISK_{i,t} = ROA_{i,t} - ROA\ médio_{i,\Sigma t} \quad (8)$$

Fluxo de Caixa: uma vez que o montante de fluxo de caixa gerado está relacionado com os custos de financiamento, com o montante de caixa que fica retido na companhia e com o valor distribuído para os acionistas, optou-se por utilizar a variável fluxo de caixa (FCO) como variável de controle. Optou-se por utilizar o resultado operacional da companhia no período, somado à depreciação e à amortização, dividido pelo ativo total para o cálculo da variável FCO. A divisão pelo ativo total no cálculo dessa variável deve-se à possibilidade de comparação que a divisão proporciona quando as companhias têm tamanhos muito diferentes.

$$FCO_{i,t} = Resultado\ Operacional_{i,t} / Ativo\ Total_{i,t} \quad (9)$$

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 substituir os dividendos (DECOURT, 2009).

Contudo, optou-se por utilizar as recompras de ações como variável de controle para a presente pesquisa, e não como complemento ao *payout*. Utiliza-se o valor das recompras efetuadas pela companhia no período, dividido pelo valor de mercado da companhia no período anterior (t-1) como métrica da variável Recompras de Ações (REC). 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.

$$REC_{i,t} = Valor\ das\ recompras_{i,t} / Valor\ de\ Mercado_{i,t-1} \quad (10)$$

Dummy de Controle Estatal ou Privado: segundo Weber (2008), a participação acionária do governo e a presença de representante do governo no conselho de administração reduzem o *payout*. 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.

Inflação, Variação do PIB e Taxa de Juros Selic Real: utiliza-se as variáveis Inflação (IPCA), Variação do PIB (PIB) e Taxa de Juros Selic Real (TXJUR) com a finalidade de controlar os efeitos das constantes oscilações econômicas no cenário brasileiro, tendo em vista a expectativa de que elas possam influenciar os níveis de distribuição de dividendos no Brasil.

Para a variável Inflação, foram utilizados os dados do Índice de Preços ao Consumidor (IPCA), para a variável Taxa de Juros, foram utilizadas as taxas de juros Selic média anual, ajustadas ao IPCA do período, ambos divulgados pelo BACEN. A variação do PIB foi consultada no site do Instituto Brasileira de Economia e Estatística (IBGE).

4.3. Técnicas de estimação e modelo econométrico

Com o objetivo de identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, os seguintes métodos de estimação foram testados: mínimos quadrados ordinários, painel com efeitos aleatórios e painel com efeitos fixos.

Verificou-se o método mais adequado, por meio da aplicação do teste F (p-valor = 0), que indicou a existência de efeitos fixos e do teste de Hausmann (p-valor = 0,0002), que também indicou a utilização do método de estimação de efeitos fixos como o mais indicado para a presente pesquisa, em comparação com o método de efeitos aleatórios (GUJARATI; PORTER, 2011). Portanto, utilizou-se dados em painel com efeitos fixos neste artigo, e os outros dois métodos estão apresentados na tabela 4, somente a título de demonstração.

Uma característica da amostra desta pesquisa é que não há dados disponíveis para todas as companhias em todos os períodos, formando um painel de dados desbalanceado. Isso se deve por que nem todas as companhias estiveram com registro ativo na B3 em todos os períodos ou não apresentaram dados em todas as variáveis em todos os períodos, por não terem negociado ações no período, por ocorrência de períodos com prejuízo ou com patrimônio líquido negativo, ou simplesmente pela falta de dados. As instituições financeiras que não apresentaram dados em todos os períodos, por algum dos motivos descritos anteriormente, não foram retiradas da amostra, dessa forma não ocorreu problemas de viés de sobrevivência.

Contudo, o modelo econométrico deste artigo foi construído a partir das variáveis descritas no item 4.2 e está apresentado na equação 11.

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

Onde:

β_0 = intercepto do modelo;

$\beta_1 - 6$ = coeficientes das variáveis de interesse;

$\beta_7 - 13$ = coeficientes das variáveis de controle;

$v_{i,t}$ = 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*.

Com a finalidade de evitar uma distorção nos parâmetros da regressão, os dados extremos (*outliers*) foram aparados pelo processo de winsorização das variáveis. A winsorização é o processo de substituição dos *outliers* para os limites mínimo e máximo definidos para cada variável que apresente característica de valores extremos (WOOLDRIDGE, 2014). Os limites mínimo e máximo definidos foram 2,5% e 97,5%, respectivamente. As variáveis que apresentaram dados extremos, a partir de análise gráfica, passaram pelo processo de winsorização, sendo elas: PAYOUT, ROE, EPD, ALAVA, MKT e RISK. A tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis, após o tratamento dos *outliers*.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis, após o tratamento dos outliers. As colunas da tabela representam as variáveis quantitativas do modelo econométrico, a média, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio padrão, respectivamente. A última linha apresenta o total de observações.

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio
PAYOUT	0,4591	0,0783	1,2513	0,2400
ROE	0,1797	0,0022	0,5031	0,1065
EPD	0,4493	0,0603	1,2513	0,2343
ALAVA	-0,1580	-0,8137	0,9679	0,3571
TAM	16,9687	11,4726	21,0862	2,1236
MKT	1,2791	0,2389	4,5566	0,7929
CONC	0,7207	0,1000	1,0000	0,2598
RISK	0,0024	-0,0333	0,0711	0,0124
FCO	0,0266	-0,0149	0,1240	0,0197
IPCA	0,0661	0,0314	0,1253	0,0214
PIB	0,0254	-0,0377	0,0753	0,0316
TXJUR	0,0626	0,0123	0,1165	0,0297
REC	0,0058	0,0000	0,2980	0,0249
Número de observações				233

Fonte: elaborada pela autora

5 RESULTADOS

Um aspecto a ser considerado na estimação de regressões é a existência de relação de colinearidade entre duas ou mais variáveis, tendo em vista possíveis problemas de estimação dos coeficientes. A correlação entre duas variáveis acima de 0,80 é um indicativo de problema de multicolinearidade (GUJARATI; PORTER, 2011; WOOLDRIDGE, 2014). A tabela 3 demonstra que as correlações entre as variáveis estão dentro do limite recomendado.

Tabela 3 - Matriz de correlação das variáveis do modelo econométrico, após o tratamento dos outliers.

Variáveis	PAYOUT	ROE	EPD	ALAVA	TAM	MKT	CONC
PAYOUT	1						
ROE	-0,3729	1					
EPD	0,3966	-0,2135	1				
ALAVA	-0,1610	0,3682	-0,1424	1			
TAM	-0,0101	0,1929	0,0081	0,4622	1		
MKT	-0,1056	0,5533	-0,0781	0,3734	0,4254	1	
CONC	0,0062	0,2237	-0,0283	-0,0243	-0,1859	0,1572	1
RISK	-0,1198	0,5425	-0,0393	-0,0853	-0,1136	0,1155	0,1789
FCO	-0,2836	0,4991	-0,2126	-0,3186	-0,3241	0,1401	0,1621
IPCA	-0,0772	-0,0341	-0,1339	0,0076	0,0275	-0,3063	-0,0286
PIB	-0,0378	0,2037	0,0487	-0,0156	-0,1395	0,2839	0,1115
TXJUR	-0,1706	0,2569	-0,2143	0,1057	-0,1692	0,1814	0,1071
REC	0,0135	-0,0566	-0,0346	-0,1699	-0,0571	-0,0471	-0,0601
Variáveis	RISK	FCO	IPCA	PIB	TXJUR	REC	
RISK	1						
FCO	0,6287	1					
IPCA	-0,0197	0,0249	1				
PIB	0,1683	0,2191	-0,3200	1			
TXJUR	0,1593	0,3240	0,0792	0,2700	1		
REC	-0,0957	0,0485	-0,0442	-0,1232	-0,0617	1	

Fonte: elaborada pela autora.

Os resultados das regressões estão apresentados na tabela 4. Os métodos de estimação de mínimos quadrados ordinários (regressão 1) e dados em painel com efeitos aleatórios (regressão 2) estão apresentadas somente para demonstração dos passos metodológicos tomados. Conforme descrito no item 4.3 deste artigo, o teste T e teste de Hausman foram executados com o intuito de verificar o método mais adequado. Os testes indicaram que o método de dados em painel com efeitos fixos (regressão 3) é o mais indicado para esta pesquisa.

Portanto, a regressão Painel com Efeitos Fixos (regressão 3 da tabela 4) apresenta os resultados encontrados neste artigo, conforme o método de estimação recomendado.

Tabela 4 - Resultados das regressões. A variável dependente do modelo econométrico é o *payout* das instituições financeiras. A primeira coluna apresenta as variáveis independentes selecionadas no modelo, classificadas em variáveis de interesse e variáveis de controle. 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.

	(1)	(2)	(3)
Variáveis independentes	Mínimos Quadrados Ordinários	Painel com Efeitos Aleatórios	Painel com Efeitos Fixos
Variáveis de interesse			
ROE	-0,83872*** (0,23392)	-0,83872** (0,30022)	-0,79322* (0,36658)
EPD	0,28646*** (0,06328)	0,28646** (0,08875)	0,01241 (0,06541)
ALAVA	-0,04331 (0,06203)	-0,04331 (0,06401)	0,1278 (0,12595)
TAM	-0,00055 (0,00899)	-0,00055 (0,01091)	-0,05287 (0,04749)
MKT	0,0421 (0,02906)	0,0421 (0,03764)	0,06313 (0,04193)
CONC	0,09267 (0,06797)	0,09267 (0,05717)	0,21139** (0,07525)
Variáveis de controle			
RISK	4,04834* (1,59659)	4,04834* (1,65707)	199.298 (3,20042)
FCO	-2,78546* (1,24246)	-2,78546* (1,28862)	-3,36121+ (1,96369)
IPCA	-0,03414 (0,76645)	-0,03414 (0,81803)	-0,36608 (0,88408)
PIB	-0,09712 (0,50602)	-0,09712 (0,40887)	-0,37333 (0,52132)
TXJUR	0,02293 (0,53552)	0,02293 (0,83380)	-0,59375 (0,91030)
REC	0,22503 (0,57591)	0,22503 (0,31736)	0,06774 (0,34678)
DCTE	0,02643 (0,03981)	0,02643 (0,04343)	0 (,)
r2	0,292		0,186
r2_w		0,097	0,186
r2_o		0,292	0,086
r2_b		0,422	0,000
Observações	233	233	233

Fonte: elaborada pela autora.

Cabe ressaltar que o painel com efeitos fixos não demonstra os resultados dos coeficientes das variáveis invariantes no tempo, pois o efeito das variáveis invariantes no tempo é capturado pelos efeitos fixos (WOOLDRIDGE, 2014). Esse é o caso da variável Controle Estatal ou Privado (DCTE), variável (*dummy*) de controle estatal ou privado, que expressa uma característica da companhia, que geralmente não varia.

Analisando a regressão 3 da tabela 4, pode-se observar significância estatística somente nas variáveis: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), com efeito negativo e Concentração do Controle Acionário (CONC), com efeito positivo, indicando serem esses os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras da amostra.

Era esperada uma relação positiva do ROE em relação ao *payout*. Weber (2008) verificou relação positiva entre a lucratividade e o *payout*. No entanto, os resultados desta pesquisa apresentaram sinal negativo e significativo no coeficiente da variável ROE, contrariando a literatura. Esse resultado nos leva a questionar por que as instituições financeiras menos rentáveis poderiam distribuir mais dividendos. Uma provável explicação está relacionada com o conteúdo informacional que a distribuição dos dividendos passam para os investidores e credores da instituição. Acredita-se que as instituições financeiras menos lucrativas distribuíam mais dividendos para sinalizar bons resultados futuros ao mercado. Tal premissa está relacionada a teoria da sinalização dos dividendos (EMIDIO *et al.*, 2015; FORTI; SCHIOZER, 2015).

A rentabilidade e a viabilidade das instituições financeiras estão altamente relacionadas com a forma como os *stakeholders* as percebem (KAUKO; 2012). A sinalização de bons resultados futuros pode ser um fator preponderante para manter os correntistas na instituição. Nesse contexto, a estabilidade ou o aumento da distribuição de dividendos é um indicativo de boa rentabilidade futura e liquidez das instituições financeiras.

A característica de concentração acionária nas companhias brasileiras, também é observada no setor financeiro FORTI; SCHIOZER, 2015). Considerando que as companhias mais concentradas são propensas a problemas de agência e a distribuição de dividendos é utilizada como mecanismo de redução dos conflitos de agência (PROCIANOY, 1994; DECOURT, 2009), era esperada uma relação positiva e significativa da variável CONC em relação ao *payout*.

Lepetit *et al.* (2016) salientam que as instituições financeiras têm características que as tornam menos transparentes aos olhos do mercado e que a distribuição de dividendos tem papel fundamental na redução de custos de agência dessas instituições. A partir da análise da tabela 4, pode-se inferir que a concentração é um dos fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, em linha com a hipótese da utilização dos dividendos como redutores dos custos de agência nessas instituições. O estudo de Fonteles *et al.* (2012) verificou que a concentração é uma das variáveis explicativas para uma política de dividendos elevados nas companhias brasileiras pertencentes ao IDIV (Índice de Dividendos da B3).

A Estabilidade da Política de Dividendos (EPD) não apresentou significância estatística, contrariando a literatura internacional, que indica que as instituições financeiras se preocupam em manter uma política de dividendos relativamente estável, mesmo em períodos de crise, a fim de sinalizar bons resultados futuros aos investidores e credores (D'UDEKEM, 2014; HIRTLE, 2014; ATHARI; ADAOGKU; BEKTAS, 2016).

As diferenças dos resultados deste artigo em relação a literatura pode decorrer da pequena quantidade de observações, o que constitui uma limitação dessa pesquisa, por ser uma característica do mercado de capitais brasileiro. Além disso, a maior complexidade dessas instituições e as características intrínsecas dos negócios bancários, podem dificultar as conclusões a respeito das decisões de política de dividendos.

6 CONCLUSÃO

Este artigo buscou identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras listadas na B3, de 2000 a 2016. Foram selecionadas as companhias com característica de banco comercial da B3, totalizando 233 observações no período.

Weber (2008) pesquisou os fatores determinantes das instituições financeiras brasileiras de capital aberto e fechado no período de 2001 a 2006 e identificou que o retorno e a alavancagem eram fatores determinantes da política de dividendos. Posterior a esse estudo, verificou-se uma escassez de pesquisas sobre o tema, envolvendo o setor financeiro brasileiro. Algumas peculiaridades do setor, como a alta alavancagem e a regulamentação bancária, são justificativas encontradas na literatura para exclusão do setor financeiro das pesquisas sobre o tema. A escassez de estudos e a relevância do setor financeiro no mercado de capitais brasileiro, reforçam a importância desta pesquisa e de pesquisas futuras, tendo em vista a ampliação do entendimento sobre o que determina as decisões de política de dividendos das companhias.

Os resultados indicam que Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Concentração do Controle Acionário (CONC) são fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras.

Verificou-se efeito negativo do ROE em relação ao *payout*. Embora esse resultado tenha sinal contrário ao esperado, indica que as instituições financeiras menos lucrativas se preocupam com o conteúdo informacional contido nas decisões de política de dividendos, em linha com a hipótese teórica de sinalização dos dividendos (KAUKO, 2012; FORTI; SCHIOZER, 2015).

A outra variável que apresentou significância estatística foi a variável CONC, com efeito positivo sobre o *payout*, conforme o esperado. Esse resultado está relacionado com os pressupostos teóricos de agência. Companhias financeiras com maior concentração de controle acionário estão mais propensas a problemas de agência e utilizam a distribuição de dividendos para mitigá-los (MORGAN, 2000; LEPETIT et al., 2016).

A pequena quantidade de observações e a complexidade do setor financeiro são algumas das limitações desta pesquisa. Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se investigar os fatores determinantes da política de dividendos do setor financeiro inteiro, e não somente instituições financeiras com característica de banco comercial. Sugere-se aplicar o modelo de regressão proposto nesta pesquisa nos diferentes tipos de companhias que compõem o setor, como bancos comerciais, bancos de investimentos, financeiras, seguradoras, com a finalidade de verificar se os fatores determinantes se mantêm nos diferentes tipos de companhias do setor.

Outra sugestão para pesquisas futuras é investigar o porquê da relação negativa entre a lucratividade e o *payout* das companhias financeiras identificada nesta pesquisa, de forma a identificar a motivação pela qual as instituições financeiras menos lucrativas distribuírem mais dividendos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- DIAMOND, D. W.; DYBVIG, 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.
- 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.

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.

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.

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

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

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.

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

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

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.

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.

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

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.

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

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.

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.

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

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.

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.