



IMPACTO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DE MERCADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL

IMPACT OF DIVIDEND POLICY IN MARKET VALUE OF FINANCIAL INSTITUTIONS IN BRAZIL

IMPACTO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EL VALOR DE MERCADO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN BRASIL

DOI: <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63>

Alexandre Oliveira Silva

Graduando em Ciências Contábeis e Atuariais (UnB)

Email: alexandre-flamengo@hotmail.com

José Alves Dantas

Doutor em Ciências Contábeis (UnB)

Professor Adjunto da Universidade de Brasília

Endereço: DCCA-UnB-Asa Norte

70.910-900 – Brasília/DF, Brasil

Email: josealvesdantas@unb.br

RESUMO

Este estudo procura suprir a carência de estudos sobre o impacto, no mercado de capitais, da política de dividendos praticada pelas instituições financeiras no Brasil. Tem por objetivo identificar se há relação entre a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e seu valor de mercado. Utilizando dados de 25 instituições, referentes ao período entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2014, foi estimada regressão com dados em painel, para testar qual teoria se aplica mais apropriadamente ao conjunto das instituições financeiras brasileiras – a teoria da irrelevância dos dividendos, preconizada por Miller e Modigliani (1961) ou a teoria da relevância dos dividendos, defendida, entre outros, por Gordon (1959). Considerando uma abordagem empírico-analítica, os resultados dos testes corroboraram a hipótese de irrelevância da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras. Adicionalmente, também foram encontradas evidências de que os bancos de menor porte, menos alavancados, mais eficientes, sob controle de capital estrangeiro e privado apresentam maior relação entre o valor de mercado e o valor contábil.

Palavras-chave: Instituições financeiras. Política de dividendos. Valor de mercado. *Payout*. BMF&Bovespa.

ABSTRACT

This study seeks to address the lack of studies about the impact on capital market of the dividend policy practiced by financial institutions in Brazil. Aims to identify whether there is a relationship between the dividend policy adopted by the financial institutions listed on the BM&FBovespa and its market value. Using data from 25 financial institutions, for the period

Recebido em 14.02.2015. Revisado por pares em 22.03.2015. Reformulações em 13.04.2015 e 10.07.2015. Recomendado para publicação em 01.08.2015. Publicado em 14.12.2015



Licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 United States License

between the first quarter of 2000 and the second quarter of 2014 was estimated regression with panel data to test that theory applies more appropriately to Brazilian financial institutions - the irrelevance of dividends theory, proposed by Miller and Modigliani (1961), or the relevance of dividends theory, defended, among others, by Gordon (1959). Considering an empirical-analytic approach, the test results confirmed the hypothesis irrelevance of dividend policy in the market value of financial institutions. This study also evidence that smaller banks found, less leveraged, more efficient, under foreign and private capital have greater control relationship between the market value and the book value.

Keywords: Financial Institutions. Dividend Policy. Market Value. Payout. BMF&Bovespa.

RESUMEN

Este estudio trata de abordar la falta de estudios sobre el impacto, en el mercado de capitales, de la política de dividendos practicada por las instituciones financieras en Brasil. Tiene como objetivo identificar si existe relación entre la política de dividendos aprobada por las instituciones financieras que cotizan en el mercado BM&FBovespa y su valor de mercado. Utilizando datos de 25 instituciones, para el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2014 se estimó regresión con datos de panel para comprobar que la teoría se aplica de manera más apropiada a las instituciones financieras brasileñas - la teoría de la irrelevancia de dividendos, propuesta por Miller y Modigliani (1961), o la teoría de la relevancia de los dividendos, defendida, entre otros, por Gordon (1959). Teniendo en cuenta un enfoque empírico-analítico, los resultados de las pruebas confirmaron la hipótesis de irrelevancia de la política de dividendos en el valor de mercado de las entidades financieras brasileñas. Este estudio también ha obtenido evidencias de que los bancos más pequeños, menos apalancadas, más eficientes, con el capital de control extranjero y privado tienen una mayor relación entre el valor de mercado y el valor contable.

Palabras clave: Instituciones Financieras. Política de Dividendos. Valor de Mercado. *Payout*. BMF&Bovespa.

1 - INTRODUÇÃO

A política de dividendos possui um peso relevante no mercado de capitais, sendo considerada por muitos um fator decisivo na tomada de decisões e se tornando objeto de diversos estudos ao longo das últimas décadas por pesquisadores de vários países (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; MILLER; MODIGLIANI, 1961; LITZENBERGER; RAMASWAMY, 1979; PROCIANOY; VERDI, 2003; NOSSA; NOSSA; TEIXEIRA, 2007; WEBER, 2008; BACHMAN; AZEVEDO; CLEMENTE, 2012).

Dentre os vários elementos pesquisados, que podem ser identificados em consequência das políticas de dividendos adotadas pelas organizações, podem-se destacar o efeito de sinalização, que permite aos investidores, através da distribuição dos lucros, identificar a perspectiva futura da entidade, a redução do custo de agência, através de uma maior distribuição de lucros e a caracterização do ciclo de vida da empresa, onde entidades mais estáveis possuem um menor risco, menores oportunidades de investimentos relacionadas às possibilidades expansionistas e, conseqüentemente, maiores dividendos.

Nessa área, o Brasil possui algumas particularidades que devem ser levadas em consideração, evitando-se a automática aplicação de trabalhos externos ao ambiente local. Prociány (2006 *apud* Martins e Famá, 2012) destacou quatro etapas relevantes para a política de dividendos brasileira: o baixo interesse pelos dividendos no período inflacionário; a fase de estabilização da economia, onde o interesse pelos dividendos, por parte dos investidores,

começou a se tornar realidade; o desenvolvimento do mercado de capitais, que em relação aos mercados externos é relativamente recente; e a fase da importância da governança corporativa.

Outro fator que não pode ser deixado de lado está relacionado à tributação brasileira e as influências que essa pode exercer na decisão de investimento. Estudos realizados nos Estados Unidos da América (EUA), por exemplo, tratam da distribuição de dividendos na ótica tributária interna, onde o ganho de capital possui menor alíquota que os dividendos, sendo válido ressaltar que este contexto não se aplica à realidade brasileira, onde os dividendos não são tributados, ao contrário do ganho de capital. Autores como Elton e Gruber (1970 *apud* Procianoy e Verdi, 2003), afirmam que mercados que estão inseridos em contextos de não-tributação dos dividendos devem avaliar suas ações com base nos valores dos dividendos distribuídos.

Além das particularidades já citadas, vale destacar as influências das questões legais na distribuição de resultados no Brasil. A Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ao entrar em vigor, instituiu às empresas já atuantes no mercado de capitais a obrigação, em caso de omissão do estatuto, da distribuição de no mínimo 50% do lucro líquido ajustado ou a redução deste percentual através de assembleia geral. Caso a assembleia geral decidisse por um percentual de distribuição inferior a 25% do lucro líquido ajustado, os acionistas teriam o direito de retirar seu capital da empresa, situação que influenciou a utilização deste percentual como base para as empresas atuantes no Brasil e, em virtude de se tornar uma prática de mercado, para as empresas que ingressaram no mercado após a vigência da legislação citada (ROCHA, 2011).

Ao analisar as pesquisas a respeito da distribuição de dividendos fica evidente que grande parte delas exclui de suas amostras as instituições financeiras. Dentre os motivos que podem ser citados para explicar este fato estão a normatização própria que envolve o setor financeiro e a alta alavancagem que caracteriza o mesmo (WEBER, 2008). Por outro lado, as instituições financeiras brasileiras têm participação relevante tanto na economia quanto no mercado de capitais, o que justifica a necessidade de se avaliar o impacto da política de dividendos dessas instituições na percepção dos investidores e acionistas. Entre as poucas evidências localizadas sobre esse segmento econômico, Procianoy e Verdi (2003) constataram que as instituições financeiras atuantes no mercado de capitais brasileiro, entre 1989 e 1993, pagaram dividendos significativamente superiores aos demais setores da economia.

Diante do exposto, este trabalho tem como objetivo identificar se há relação entre as políticas de dividendos adotadas pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e os seus respectivos valores de mercado. Pretende-se verificar se a forma de distribuição de resultados das instituições financeiras brasileiras reflete no seu valor de mercado, a fim de auxiliar a identificação de possíveis impactos proporcionados pelos dividendos na tomada de decisões dos investidores e na posição financeira da empresa. Para o alcance desse objetivo, os testes empíricos, realizados por meio de estimação de modelo com dados em painel, têm por base os dados mensais das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa, considerando o período entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo de 2014.

Com esse estudo, espera-se contribuir para o avanço da literatura sobre o tema, notadamente quanto à lacuna de pesquisas que abordem as especificidades da política de dividendos no âmbito das instituições que integram o sistema financeiro e que são listadas no mercado de capitais brasileiro.

Além desta introdução, que contextualiza o tema e define os seus propósitos, o trabalho é composto por: uma revisão da literatura sobre o tema, com destaque para as teorias que sustentam as discussões e pesquisas relacionadas (Seção 2); a definição dos procedimentos metodológicos, incluindo o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa e o

modelo a ser testado empiricamente (Seção 3); a apuração e análise dos resultados (Seção 4); e as conclusões obtidas no estudo levando em consideração o arcabouço teórico que envolve o assunto e os dados empíricos apurados (Seção 5).

2 – REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 – Política de Dividendos

Segundo Assaf Neto e Lima (2010, p. 267), os dividendos podem ser definidos como “a parcela do lucro líquido de uma empresa que é distribuída aos seus acionistas mediante geralmente pagamento em dinheiro. É uma forma de remuneração do acionista pelo capital investido”. Procianoy e Poli (1993), por sua vez, ressaltam que a política de dividendos traduz a decisão, pela administração da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção de lucros. Para esses autores, considerando apenas os fatores segurança e risco, o gestor privilegia a manutenção da posição de caixa, preferindo reter a distribuir.

Os dividendos geram importantes debates, que vão desde sua importância para a empresa e seu respectivo impacto na precificação desta até a verificação do melhor método a se utilizar para a sua distribuição. Todas as discussões são importantes, pois permitem um aprofundamento no tema, levando em consideração os diversos fatores que influenciam o mesmo.

Ao tratar dos dividendos no contexto brasileiro é importante ressaltar, além das características aplicáveis a todos os mercados, o impacto da legislação interna sobre o tema. A legislação brasileira instituiu algumas características relevantes aos dividendos que geram importantes reflexos no mercado interno e merecem destaque:

- Os acionistas têm direito a receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela de lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido da reserva legal, reserva de contingências e sua respectiva reversão (Lei n. 6.404/76, Art. 202, I).
- Caso o estatuto seja omissivo a respeito do dividendo obrigatório e a assembleia-geral decida introduzir norma sobre a matéria, esse não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) (Lei n. 6.404/76, Art. 202, III, § 2º).
- As ações preferenciais adquirem direito a voto em caso de não pagamento de dividendos pelo prazo previsto no estatuto, não sendo superior a três exercícios consecutivos, até que esses sejam pagos (Lei n. 6.404/76, Art. 111, § 2º).
- Os dividendos pagos, após janeiro de 1996, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda e nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário (Lei n. 9.249, Art. 10).

Outra forma de remuneração aos acionistas, presente no contexto brasileiro, são os juros sobre o capital próprio (JSCP). Em virtude do fim da correção monetária nas demonstrações contábeis brasileiras, foram instituídos os JSCP, que são despesas dedutíveis da apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) e possuem o objetivo de evitar um aumento da carga tributária para as empresas (IUDÍCIBUS; *ET AL.*, 2010).

Os JSCP também possuem algumas particularidades jurídicas tornando-lhes relevantes para as empresas e os caracterizando como outra forma de remuneração aos acionistas:

- O valor pago pela empresa em caráter de remuneração do capital próprio, podendo ser imputado ao valor dos dividendos obrigatórios (Lei n. 9.249, Art. 9, § 7º).
- Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento (Lei n. 9.249, Art. 9, § 2º).

- O montante passível de dedução na apuração do lucro real fica limitado à variação, pro rata, da taxa de juros de longo prazo, condicionado a duas situações, não podendo ser superior a essas: 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício ou 50% (cinquenta por cento) do somatório dos lucros acumulados e reservas de lucros (IN SRF n. 1.515/14 Art. 28, caput, e Art. 28, § 2º, I e II).

Os dividendos e os JSCP são duas formas de distribuição de resultados pecuniárias e usuais do mercado interno e terão análise especial durante o trabalho, em virtude de sua amplitude e de suas questões legais, cabendo ressaltar que não são as únicas formas de remuneração dos acionistas.

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005) destacam alguns mecanismos da política de dividendos que podem agregar valor aos acionistas, sendo que serão destacados dois, a fim de se contextualizar o impacto da política de dividendos e sua abrangência. Primeiramente podem-se destacar as distribuições em bonificações, que se caracterizam pelo aumento do capital social em decorrência da incorporação de saldos de lucros acumulados e reservas livres. Através desse instrumento há a possibilidade do aumento proporcional da quantidade de ações em posse dos acionistas ou do valor nominal dessas. Um segundo mecanismo que pode ser destacado são as recompras de ações, onde a empresa compra uma determinada quantidade de suas ações em circulação, gerando, dentre outros reflexos, um aumento do lucro por ação.

Segundo Assaf Neto e Lima (2010, p. 267), a política de dividendos “refere-se ao montante e à distribuição do pagamento de dividendos aos acionistas no tempo” e está inserida em uma dualidade: reter o fluxo de pagamentos presentes, visando um retorno futuro, ou proporcionar desembolsos presentes, adiando seus investimentos. Tal dualidade será discutida posteriormente.

Diante dos diversos impactos que pode causar, a política de dividendos deve ser levada em consideração na gestão empresarial visando a melhor tomada de decisão. O *payout* (proporção de lucros distribuídos ao acionista), por exemplo, é um indicador constantemente citado e utilizado na análise de empresas, tornando-se importante a verificação de seus impactos. Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p. 306) definem que a “política ótima de dividendos é a que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, maximizando o preço das ações da empresa”.

Damodaran (2004) apresenta algumas tendências das políticas de dividendos verificadas nas empresas norte-americanas nos 50 anos anteriores. Primeiro, o autor trata da relação entre os dividendos e os lucros, explicada pela relação intrínseca entre ambos. Em segundo lugar é destacada a preferência das empresas em manter a política de dividendos constantes, evitando reduções nos dividendos mesmo com redução do lucro. Em terceiro lugar, e não muito distante da segunda tendência, há a regularidade da política de dividendos observada em relação à variação dos lucros. E por último é observada a evidenciação do ciclo de vida da empresa, onde a política de dividendos está intimamente ligada às perspectivas futuras da empresa e as disponibilidades de caixa.

Pode-se perceber que a formação da política de dividendos da empresa possui relação com diversos fatores, tanto internos quanto externos. Gitman (2004), ao definir a maximização do retorno aos proprietários e o suficiente financiamento dos investimentos como os objetivos básicos da política de dividendos, descreve três políticas de dividendos frequentemente adotadas. A primeira a ser destacada é a política de dividendos com taxa de distribuição constante, onde a empresa estabelece uma porcentagem constante de seu lucro que será distribuída periodicamente aos seus acionistas. O autor destaca, negativamente, o impacto que a redução dos lucros proporciona a essa política e a possível informação que esta redução dos dividendos pode proporcionar. Em segundo lugar, há a política de dividendos

regular que se estrutura através do pagamento de dividendos fixos por ação. O aumento dos níveis de dividendos distribuídos ocorre mediante a consolidação da elevação dos lucros, não sendo levadas em considerações variações pontuais. Por último, o autor cita a política de dividendos regulares baixos e dividendos extraordinários que se caracterizam pelos pagamentos regulares de dividendos reduzidos e, em consequência de lucros superiores, o desembolso de remunerações extraordinárias. Esta política é característica de empresas que possuem constantes variações dos lucros e tem o objetivo de não gerar falsas expectativas em seus investidores.

Em suma, a política de dividendos é uma área de pesquisa que envolve diversos elementos da rotina gerencial, podendo ser discutido tanto sua relevância para os investidores quanto a maneira mais eficiente de ser realizada, em decorrência das características das instituições. O Brasil não foge a essa discussão e, em virtude de questões legais internas, possui particularidades, conforme já mencionadas, que produzem efeitos na discussão. Tais particularidades, unidas com a estrutura histórica do mercado de capitais brasileiro, fortalecem o impacto do tema.

2.2 – Relação entre Distribuição de Dividendos e o Valor de Mercado

Não há um consenso na literatura a respeito da relevância da política de dividendos e, em caso de distribuição, sobre qual a melhor maneira de se realizar e se esses fatores causam impacto nas avaliações das empresas. A discussão sobre a importância da descentralização de resultados e sua abrangência ressalta o impacto que a mesma tem para o estudo das finanças corporativas e os vários fatores que podem influenciar a política de dividendos e a forma como essa é realizada.

Diversas correntes de pesquisas buscaram e buscam identificar se há impacto dos dividendos na criação de valor da empresa, nas informações e perspectivas presentes e futuras, podendo ser destacadas duas teorias que nortearam as posteriores pesquisas sobre o tema: a teoria da irrelevância dos dividendos e a teoria da relevância dos dividendos.

2.2.1 - Teoria da Irrelevância dos dividendos

A teoria da irrelevância dos dividendos, desenvolvida por Miller e Modigliani (1961), impactou as pesquisas posteriores relacionadas à política de dividendos. Os autores, com base em um mercado ideal (sem riscos e impostos, por exemplo), refutaram a teoria da relevância dos dividendos para a valoração da empresa e inseriram uma nova ótica para o mercado.

A teoria afirma que a distribuição de dividendos é irrelevante para o investidor e não possui reflexos no valor da empresa, pois situações de retenções de lucros geram reinvestimentos na empresa proporcionando ganho de capital equivalente. Segundo a teoria apresentada, o valor da empresa, está diretamente relacionado ao retorno proporcionado aos acionistas e a distribuição de dividendos proporciona liquidez imediata em detrimento de um ganho de capital futuro equivalente.

Em decorrência de pesquisas que apontaram a relação entre os dividendos e o valor de mercado das empresas, Miller e Modigliani (1961) destacaram dois conceitos para explicar essa relação e invalidar os reflexos dos dividendos na precificação da instituição. Primeiramente, os autores destacaram a influência do conteúdo informacional inerente à distribuição de resultados, onde a política de dividendos adotada revela ao mercado uma tendência de comportamento esperado da empresa. E, por último, destacam o efeito clientela, onde os investidores optarão por investimento que atendam suas necessidades e características.

O conteúdo informacional inerente à política de dividendos trata do impacto que a distribuição de resultados gera no mercado enquanto sinalização de perspectivas futuras.

Devido à tendência das empresas de não reduzirem sua distribuição de lucros, há uma corrente que entende que a distribuição de dividendos é positiva, enquanto sinalizador de mercado, pois a mesma leva o investidor à conclusão de que a empresa está em uma situação financeira consolidada e com opções de investimentos sólidas, que permitirão a manutenção dessa política futuramente. Entretanto há outro grupo teórico que entende que a adoção de uma política de dividendos elevada pelas empresas pode informar aos investidores que a empresa não possui bom projetos futuros, optando pela remuneração aos acionistas em detrimento da retenção dos lucros.

Damodaran (2004) aborda esses dois fatores destacando a importância de ambos, sendo que o mesmo ressalta o impacto da distribuição de resultados, enquanto conteúdo informacional, para as grandes empresas. Segundo o autor, as grandes empresas possuem outras fontes de captações de recursos e possibilidades de transmissões de informações ao mercado, possivelmente mais eficientes, o que pode gerar uma sinalização negativa aos investidores.

O efeito clientela, introduzido por Miller e Modigliani (1961), foi amplamente estudado e identificado em alguns estudos empíricos. Elton e Gruber (1970 *apud* Décourt, 2009), verificaram, ao analisarem ações no primeiro dia *ex-dividendos* (sem direito ao recebimento de dividendos) negociadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) entre abril de 1966 e março de 1967, que os dividendos possuíam alíquotas superiores ao ganho de capital e que as ações com maiores distribuições de dividendos apresentavam maior queda nos preços, sendo justificado pela presença de investidores tributados com uma menor alíquota, evidenciando o efeito clientela.

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005), ao sintetizarem a visão dos defensores da irrelevância dos dividendos, destacam quatro aspectos fundamentais: a valoração da empresa depende apenas da sua capacidade de geração de lucros e de seus riscos; a política de dividendos impacta o valor de mercado da empresa em função de seu conteúdo informacional implícito e não em função de sua natureza; o efeito clientela determina a forma de distribuição dos dividendos; e a preferência fiscal, particular de cada investidor, pode caracterizar a escolha entre dividendos e ganhos de capital.

2.2.2 - Teoria da Relevância dos Dividendos

Esta corrente de pesquisa, difundida por Lintner (1956) e Gordon (1959), trata da importância da política de dividendos para os investidores e, conseqüentemente, para a gestão das organizações, tornando-os relevantes para a tomada de decisões e intimamente ligados ao valor de mercado da empresa. Os pesquisadores adeptos dessa teoria se valem de seguidas pesquisas no mercado de capitais e das críticas ao modelo de Miller e Modigliani (1961) (teoria baseada em um mercado sem imperfeições) para validar sua corrente doutrinária.

Ross (2010 *apud* Fonteles *et al.*, 2012) afirma que a hipótese da relevância dos dividendos “defende que uma política de dividendos elevados contribui para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes”.

Os trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1959) proporcionaram um arcabouço teórico importante para o estudo das finanças corporativas que possuem reflexos até os dias atuais. Lintner (1956) apresentou argumentos práticos a fim de sustentar sua teoria, ao entrevistar alguns administradores. O autor verificou que as empresas estáveis distribuem um valor superior de seus ganhos em relação às empresas em crescimento e que há um controle, por parte dos administradores, sobre os dividendos, havendo efetivo aumento desses em casos de crescimentos sustentáveis.

Segundo Décourt (2009), a Teoria do Pássaro na Mão, idealizada por Gordon, afirma que os investidores preferem dividendos presentes a recebimentos superiores futuros, em virtude do risco. A retenção dos lucros provoca um aumento do retorno exigido e uma elevação do custo de capital.

A Teoria da Relevância dos Dividendos se baseia em alguns pressupostos que influenciariam os investidores a optarem pelos fluxos de caixas presentes e a levar em consideração a política adotada pela instituição em sua valoração. Assaf Neto e Lima (2010) destacam alguns fatores que explicam a importância da distribuição de dividendos: a constante necessidade de caixa dos investidores; a relação entre expectativa e certeza, onde o acionista prefere o recebimento de recursos presentes em detrimento de possíveis ganhos futuros; dividendos constantes podem gerar valorização da empresa em virtude da redução dos riscos; tratamentos tributários diferentes sobre os dividendos e os ganhos de capital podem gerar preferências sobre os retornos; e a política de dividendos pode ser utilizada para ajustar a estrutura de capital da empresa em um nível desejado.

Long (1978, *apud* Damodaran, 2004) verificou os preços de duas ações de uma mesma empresa, sendo que as ações Classe B distribuem dividendos e as ações Classe A remuneram os acionistas com valores equivalentes em ações, possibilitando o ganho de capital, e permitem, com custos baixos ou inexistentes, a conversão em ações Classe A. O contexto tributário que a empresa estava inserida privilegiava o ganho de capital e, conseqüentemente, esperava-se que as ações Classe A fossem valorizadas em relação às ações Classe B. O estudo concluiu que as ações Classe B estavam melhores precificadas que as ações Classe A, o que, em geral, se justifica através da irracionalidade dos investidores. Entretanto, Damodaran (2004) também destaca as diferenciações dos efeitos tributários, em virtude da característica de cada investidor, e a necessidade de fluxos de caixa.

Sabe-se que não há uma conclusão a respeito da relevância dos dividendos para o valor de mercado da empresa, mas no geral as instituições tratam a política de dividendos como um fator importante em sua gestão. Gitman (2004) afirma que mesmo com a falta de comprovações do impacto da distribuição de resultados no mercado, as ações tanto dos administradores financeiros quanto dos acionistas tendem a apoiar a crença de que a política de dividendos afeta o valor da ação.

2.3 - Pesquisas Sobre o Tema

Sabe-se que várias pesquisas já foram realizadas com o interesse de se definir o impacto da política de dividendos no mercado de capitais, mas sem uma conclusão uniforme. Diversos fatores influenciam o tema e dificultam a determinação de um padrão. Miller e Modigliani (1961), por exemplo, retiraram os efeitos dos impostos de sua hipótese a fim de comprovar a irrelevância dos dividendos, sendo este um fator que gerou contestações por parte dos defensores da corrente que defende a relevância dos dividendos. Diante disto, foram realizados diversos estudos posteriores reconhecendo o efeito dos impostos, porém tais estudos possuem aplicabilidade limitada à realidade brasileira devido às particularidades da legislação nacional. Diante de tal contextualização fica evidente a dificuldade de se adotar um modelo, e se faz necessária a realização de estudos para verificação das particularidades internas e externas que exercem influência.

No contexto brasileiro, diversos estudos já foram realizados com o propósito de identificar as particularidades internas que se relacionam com as políticas de dividendos desenvolvidas pelas empresas e os respectivos impactos proporcionados nos valores de mercado das instituições.

Procianoy e Verdi (2003) buscaram verificar o efeito clientela no mercado brasileiro e a respectiva racionalidade dos investidores. O estudo levou em consideração os anos de 1989

a 1993, onde os dividendos, ao contrário dos ganhos de capital, não eram tributados, e foi verificado que em 47% dos eventos o preço da ação no primeiro dia ex-dividendo era maior que na data com direito a dividendo, levando os autores a verificarem comportamento irracional dos investidores.

Novis Neto e Saito (2003) testaram o possível efeito da distribuição de dividendos no preço das ações mais negociadas no mercado brasileiro entre 1998 e 2000. Constataram que as empresas que distribuíram maiores dividendos obtiveram retornos anormais acumulados superiores às demais empresas, sendo observado um retorno anormal acumulado de 21,9% nos 90 dias posteriores ao pagamento de dividendos para as empresas com maiores dividendos e de 5,16% para as instituições que pagaram dividendos intermediários.

Nossa, Nossa e Teixeira (2007) verificaram que as empresas que distribuíram dividendos entre 1995 a 2004 foram mais eficientes que as empresas que não distribuíram e que o dividendo distribuído obteve relação positiva com o retorno sobre o ativo (ROA).

A relação entre o ciclo de vida da empresa e os respectivos efeitos na política de dividendos foi pesquisada por Salsa (2010), utilizando uma amostra de 517 empresas compreendidas em seis países europeus. Com a utilização do *payout* como variável dependente, foi possível verificar que o ciclo de vida, isoladamente, não influencia o nível de distribuição de dividendos, mas que em conjunto com algumas variáveis financeiras (*payout* do ano anterior, por exemplo) permite conclusões a respeito do tema.

A fim de constatar se houve relação entre o nível de distribuição de dividendos e a taxa de retorno das ações, Bueno (2002) realizou estudo empírico baseado em três carteiras, construídas a partir de ações que compõem o Ibovespa, organizadas de acordo com o nível de distribuição (alto, baixo ou zero), considerando o período entre julho de 1994 e dezembro de 1999. Não foram encontradas evidências empíricas que indiquem a relação entre o nível de distribuição de dividendos e as taxas de retorno das ações. Cabe ressaltar que o estudo contemplou um período econômico e político considerado conturbado, o que pode ter afetado, de alguma forma, os resultados empíricos.

Correia e Amaral (2002), utilizando variações extensivas do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) desenvolvidas por Litzenberger e Ramaswamy (1979), identificaram relação significativa entre a política de dividendos adotada pelas companhias brasileiras e seu respectivo valor de mercado, no período de 1994 a 2000. O efeito da tributação também foi verificado e constatou-se que os investidores, nos períodos onde os dividendos não são tributados, exigem uma menor rentabilidade em seus investimentos.

Santos *et al.* (2011) analisaram a distribuição de dividendos de 147 empresas listadas na Bovespa entre 1994 a 2010 buscando identificar se há uma tendência nessa distribuição e se há uma relação entre a distribuição de dividendos adotada pela empresa e seus indicadores financeiros. Os pesquisadores utilizaram como variável explicativa o *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA) por ação, a liquidez geral, a alavancagem financeira, as despesas de capital, o valor de mercado e o ativo total. Os autores concluíram que a distribuição de resultados no Brasil segue uma aleatoriedade ou não possuem relação com os modelos desenvolvidos e que não há relação entre os indicadores financeiros e a distribuição de dividendos das empresas da amostra.

Também com o foco de analisar o padrão de distribuição de dividendos, mas desta vez avaliando a relação com o nível de governança corporativa das companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, Bachman, Azevedo e Clemente (2012) que o tempo de enquadramento nos níveis de governança tem relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos, sugerindo possível prática de gerenciamento de resultados – *income smoothing* – em companhias não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento. Adicionalmente,

constatarem, também, que o tipo de nível de governança corporativa guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

Devido às particularidades das instituições financeiras, sua inclusão em pesquisas que utilizam todos os segmentos do mercado se torna restrita e diversos estudos relevantes para as finanças as retiram de sua amostra. Weber (2008) cita este limitador no estudo das finanças corporativas aplicáveis às instituições financeiras, ao destacar a grande quantidade de estudos relacionados à política de dividendos que excluíram essas empresas de sua amostra, em decorrência da alta alavancagem e da regulação específica do segmento.

Correia e Amaral (2002), por exemplo, não utilizaram as instituições financeiras em sua amostra devido à estrutura de capital diferenciada pela qual essas organizações se caracterizam, o que impossibilita a sua equiparação às demais entidades que integram outros setores de atividade.

Nesse sentido, em virtude das peculiaridades das instituições financeiras fazem-se necessários estudos direcionados, a fim de se entender suas políticas, pois este segmento merece atenção especial em consequência de sua importância no funcionamento da economia e do mercado de capitais.

A relevância da política de dividendos das instituições financeiras pode se depreender do estudo de Tavares (2014), que constatou que 17 ações listadas na bolsa de valores brasileiras possuem distribuição de dividendos trimestrais, tendo como data base janeiro de 2012 e a utilização das ações mais líquidas do mercado. Ao classificar essas ações de acordo com o seu *dividend yield* (relação entre os dividendos distribuídos e o lucro do período), evidencia-se que 5 das 7 primeiras empresas que mais pagaram dividendos trimestrais são instituições financeiras, sendo o Banco do Brasil S.A. a empresa com maior *dividend yield* trimestral em todo o mercado. É válido ressaltar que uma das duas empresas, entre as sete primeiras, que não é uma instituição financeira é a Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. que é uma *Holding* do Banco Itaú Unibanco S.A..

Bachmann et al. (2012) avaliaram o impacto da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio no valor de mercado das instituições financeiras atuantes na BM&FBovespa em 2010. O estudo avaliou a relação entre a variação das ações e a variação do Ibovespa, em decorrência da divulgação da distribuição dos resultados e nos dias posteriores. Foi constatada uma variação significativa nos preços das ações, porém com forte impacto em D+1 e um enfraquecimento gradativo em D+7, D+14 e D+30, onde foi verificado maior relação entre o Ibovespa e o valor de mercado da organização.

Weber (2008, p. 96) ressalta a falta de estudos sobre a distribuição de resultados das instituições financeiras atuantes no Brasil e os seus respectivos impactos e, a partir de tal contexto, identificou alguns padrões da política de dividendos do setor financeiro, onde foram levados em consideração os bancos comerciais, múltiplos com e sem carteira comercial, de desenvolvimento, de investimento e caixas econômicas, entre os anos de 2001 e 2006. Primeiramente verificou que os bancos comerciais são responsáveis por 86% dos proventos pagos, em sua maior parcela através de juros sobre o capital próprio (JSCP). Em segundo lugar observou que as instituições financeiras privadas, sob controle nacional e sob controle estrangeiro, foram as que mais distribuíram resultados, sendo 63% e 20%, respectivamente. Em terceiro lugar, destacou a elevação de pagamentos de JSCP no último trimestre do ano, que pode ser explicado pela possibilidade de dedução do valor da base de cálculo do imposto de renda. Por fim, o autor constatou a Teoria da Sinalização dos Dividendos, onde as instituições com maiores retornos distribuíram maiores dividendos.

Os dois estudos destacados sobre distribuição de dividendos pelas instituições financeiras brasileiras abordam, portanto, propósitos e procedimentos metodológicos distintos dos utilizados no presente trabalho.

3 – PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

As seções anteriores trataram do arcabouço teórico relacionado à política de dividendos e seu respectivo reflexo no mercado de capitais, sendo verificada a dualidade existente entre os teóricos a respeito do efetivo impacto da distribuição de resultados no valor da empresa.

Esta seção apresenta os procedimentos metodológicos adotados para verificar se as políticas de dividendos adotadas pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa impactaram em seu respectivo valor de mercado, levando em consideração o período entre primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2014.

Do ponto de vista metodológico, o estudo pode ser definido como uma abordagem empírico-analítica, definida por Martins (2000) como as que apresentam, em comum, a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, privilegiando estudos práticos e tendo forte preocupação com a relação causal entre as variáveis.

3.1 - Formulações das Hipóteses

O valor de mercado das empresas e os fatores que o influenciam promovem discussões relevantes entre os teóricos, sendo que os resultados dessas tendem a nortear a tomada de decisões das instituições de uma forma geral. A política de dividendos é um dos fatores que proporciona essas discussões e uma conclusão a respeito de seu impacto na valoração da empresa está longe de um consenso, como pode ser verificado na explanação do arcabouço teórico que envolve o tema.

Diante desse contexto, a presente pesquisa possui como objetivo principal a realização de testes empíricos para a verificação de um possível impacto da distribuição de lucros no valor de mercado das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa.

Sabe-se que uma corrente de pesquisadores entende que a política de dividendos adotada não influencia a valoração das instituições, conforme explanado na seção 2.2.1. Tais autores entendem, de forma geral, que a distribuição de resultados pode ser descrita como a obtenção de recursos imediatos em detrimento de fluxos futuros, o que dá sustentação à seguinte hipótese, a ser testada empiricamente:

H₁: Não há relação entre o valor de mercado das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e o nível de distribuição de dividendos adotado (*payout*).

Esta hipótese está relacionada com a teoria da irrelevância da política de dividendos para os investidores, permitindo a consolidação da doutrina e a verificação da indiferença dos investidores perante a postura adotada pela empresa em relação aos seus resultados.

A outra relevante corrente de pesquisa a respeito do tema entende que a política de dividendos impacta o valor de mercado das entidades, conforme destacado na seção 2.2.2. Para esses pesquisadores, a remuneração dos investidores possui diversos reflexos na companhia e deve ser tratada com importância em virtude de sua influência nas tomadas de decisões dos investidores. A partir desse conceito é formulada a seguinte hipótese:

H₂: Há relação positiva entre o valor de mercado das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e o nível de distribuição de dividendos adotado (*payout*).

Tal hipótese se baseia no pressuposto que a distribuição de lucros aos acionistas impacta a precificação da empresa realizada pelo mercado, o que permite a consolidação da significância da política de dividendos na gestão das instituições financeiras atuantes no mercado de capitais interno.

3.2 - Modelo

Para testar as hipóteses da pesquisa foi construído o modelo (3.1) que busca verificar se há relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das instituições. O modelo se baseia na relação entre o valor de mercado e o valor contábil, o *market to book (MkB)*, e é apresentado da seguinte forma:

$$MkB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 ML_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 Pub_{it} + \beta_8 Nac_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

sendo que:

MkB_{it}: é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil da instituição *i*, no final do período *t*;

Payout_{it}: representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação, da instituição *i*, no período *t*;

LPA_{it}: indica o lucro por ação, da instituição *i*, no período *t*;

ROE_{it}: é o retorno sobre o patrimônio líquido, da instituição *i*, no período *t*;

Tam_{it}: é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição *i*, no final do período *t*;

ML_{it}: é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida), da instituição *i*, no período *t*;

Alav_{it}: é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido), da instituição *i*, no final do período *t*;

Pub_{it}: indica se o controle acionário da instituição *i* pertence ao Estado, assumindo 1 se o controle é estatal e 0 para os demais;

Nac_{it}: indica se a instituição *i* tem controle acionário nacional ou estrangeiro, assumindo 1 se o controle é nacional e 0 para os demais; e

ε_{it}: é o termo de erro da regressão.

Dentre as variáveis utilizadas no modelo, é necessário salientar que **Payout** é a variável de interesse para os testes das hipóteses de pesquisa. As variáveis independentes **LPA**, **ROE**, **Tam**, **ML**, **Alav**, **Pub** e **Nac**, por sua vez, são variáveis de controle, incorporadas no modelo com o propósito de capturar os efeitos da dimensão do lucro por ação, do retorno sobre o patrimônio líquido, do tamanho das instituições, da margem líquida, do grau de alavancagem e das características do capital de controle societário no valor de mercado das instituições pesquisadas. Essas variáveis de controle funcionam como elementos de robustez dos achados em relação à variável de interesse – **Payout**.

Para as variáveis representativas do nível de rentabilidade – **LPA**, **ROE** e **ML** – é esperado que tenham relação positiva com o valor de mercado das instituições examinadas, partindo do pressuposto de que o mercado tende a valorizar instituições mais rentáveis. Para a variável **Tam** se espera relação negativa, considerando que entidades de menor porte tendem a apresentar maiores oportunidades de valorização, considerando o grau de maturação das grandes corporações financeiras. Para a medida representativa do grau de alavancagem, **Alav**, é esperada relação negativa com a variável dependente, considerando ser essa uma medida de risco da instituição financeira. Por fim, para as variáveis representativas do controle de capital, é esperado que as instituições privadas e estrangeiras registrem maiores níveis de valor de mercado, se traduzindo em sinal negativo para as variáveis **Pub** e **Nac**.

3.3 - Amostra

A realização dos testes empíricos teve como base as instituições financeiras listadas na BM&FBovespa, excetuando a Alfa Holdings S.A., devido à divergência nos indicadores apurados em virtude de sua natureza jurídica, e o Banco Patagônia S.A., em decorrência da falta de dados para análise.

Assim, de um total de 27 instituições financeiras listadas na BM&FBovespa, a amostra compreendeu 25 bancos: ABC Brasil, Alfa Consorcio, Alfa investimentos, Banco Panamericano, Banco do Estado de Sergipe (Banese), Banco do Estado do Espírito Santo

(Banestes), Banco do Estado do Pará (Banpará), Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul), Banco da Amazônia (Basa), BIC Banco, Bradesco, Banco do Brasil, Banco Regional de Brasília (BRB), BTG Pactual Banco, Banco Daycoval, Banco Indusval, Itausa, Itaú Unibanco, Banco Mercantil Brasil, Mercantil Investimentos, Banco do Nordeste, Paraná Banco, Banco Pine, Banco Santander e Banco Sofisa.

A base de dados utilizada na pesquisa foi extraída do site comdinheiro.com e teve como referência as Informações Financeiras Trimestrais das instituições da amostra, onde foram utilizados os dados dos controladores. O espaço temporal utilizado na pesquisa compreendeu o período entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2014.

4 – ANÁLISE DE RESULTADOS

Ressaltando que o objetivo da pesquisa consiste em verificar um possível impacto da política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BMF&Bovespa em seu respectivo valor de mercado, foram levantadas as variáveis necessárias para a aplicação do modelo (3.1), de acordo com a amostra exposta na Seção 3.3, cujas variáveis descritivas são sintetizadas na Tabela 1.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis do modelo (3.1).

	<i>MkB</i>	<i>Payout</i>	<i>LPA</i>	<i>ROE</i>	<i>Tam</i>	<i>ML</i>	<i>Alav</i>	<i>Pub</i>	<i>Nac</i>
Média	1.3843	0.4707	0.4337	0.0429	10.2607	0.1493	10.8873	0.4776	0.9103
Mediana	1.1460	0.3292	0.2357	0.0414	9.3192	0.1394	10.2566	0.0000	1.0000
Máximo	6.5017	11.6694	4.7574	0.2250	14.1116	0.9210	34.4740	1.0000	1.0000
Mínimo	0.0255	-5.1063	-0.0236	-0.5454	7.5775	-0.3599	2.5637	0.0000	0.0000
Desvio padrão	0.9147	1.0787	0.6356	0.0448	1.9147	0.1182	5.5521	0.5003	0.2863

Onde: *MkB* é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil; *Payout* representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação; *LPA* indica o lucro por ação; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *Tam* é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição; *ML* é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); *Alav* é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido); *Pub* é uma variável *dummy* que indica se o controle acionário da instituição pertence ao Estado, assumindo 1 se o controle é estatal e 0 para os demais; *Nac* é uma variável *dummy* que indica se a origem do capital da instituição, assumindo 1 se o controle é nacional e 0 para os demais.

Fonte: os autores.

O exame das estatísticas descritivas, particularmente em relação às variáveis de interesse, revela que: (i) as instituições da amostra distribuem, em média, 47% do lucro por ação a título de dividendos, sendo que há registros de distribuição de dividendos mesmo em períodos com resultados negativos; e (ii) o valor de mercado dessas instituições representa, em média, 138% do valor contábil – patrimônio líquido.

Como pré-condição para a robustez dos resultados dos testes do modelo (3.1) foram realizados os testes *Im*, *Pesaran e Shin* (I.P.S.) de raízes unitárias, para verificar a condição de estacionariedade das séries não dicotômicas, conforme demonstrado na Tabela 2, rejeitando-se a hipótese nula da existência de raízes unitárias em todos os casos.

Tabela 2: Testes *Im*, *Pesaran e Shin* (I.P.S.) de raízes unitárias das séries não dicotômicas

	<i>MkB</i>	<i>Payout</i>	<i>LPA</i>	<i>ROE</i>	<i>Tam</i>	<i>ML</i>	<i>Alav</i>
I.P.S.	-1,7715	-14,7504	-34,3132	-8,5503	-7,8982	-8,6221	-5,2810
p-valor	0,0382	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Onde: *MkB* é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil; *Payout* representa a razão entre

Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil

os dividendos e o lucro por ação; *LPA* indica o lucro por ação; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *Tam* é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição; *ML* é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); *Alav* é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido).

Fonte: os autores.

Ainda preliminar à estimação do modelo, foi elaborada a matriz de correlação de Pearson, conforme Tabela 3, entre as variáveis explicativas não dicotômicas, para avaliar o risco de multicolinearidade. Considerando a regra prática sugerida por Gujarati (2006), que destaca haver risco de multicolinearidade quando a correlação entre variáveis independentes alcança 0,8, os resultados dos testes permitem descartar esse risco.

Tabela 3: Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis independentes.

	<i>Payout</i>	<i>LPA</i>	<i>ROE</i>	<i>Tam</i>	<i>ML</i>	<i>Alav</i>
<i>Payout</i>	1,0000					
<i>LPA</i>	-0,0020	1,0000				
<i>ROE</i>	-0,0185	0,0680	1,0000			
<i>Tam</i>	-0,0617	-0,0134	0,1155	1,0000		
<i>ML</i>	0,0068	-0,0027	0,0438	-0,0072	1,0000	
<i>Alav</i>	-0,0528	-0,0092	-0,0273	0,2407	-0,0751	1,0000

Onde: *Payout* representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação; *LPA* indica o lucro por ação; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *Tam* é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição; *ML* é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); *Alav* é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido).

Fonte: os autores.

4.1 – Teste das Hipóteses de Pesquisa – Modelo (3.1)

Após a apuração das variáveis dependente e independentes do modelo, foi estimada regressão com dados em painel com duplos efeitos fixos, onde são levados em consideração os efeitos seccionais, que visam controlar a heterogeneidade das instituições da amostra, e temporais, que controlam a heterogeneidade relativa aos períodos. É importante ressaltar que a combinação de dados em painel com duplos efeitos fixos permite a qualificação dos resultados estatísticos obtidos e a consequente consolidação dos achados empíricos da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta os resultados obtidos com a aplicação da regressão, com base no modelo (3.1), estimada com o método *cross section* SUR, que gera parâmetros robustos, mesmo na presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos.

Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil

Tabela 4: Resultados da estimação do modelo (3.1), com duplos efeitos fixos, para a verificação dos impactos da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeira listadas na BM&FBovespa.
$$MkB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 ML_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 Pub_{it} + \beta_8 Nac_{it} + \varepsilon_{it}$$

	<i>C</i>	<i>Payout</i>	<i>LPA</i>	<i>ROE</i>	<i>Tam</i>
	6,7255	-0,0141	-0,0423	-1,5930	-0,3010
	(0,000)	(0,600)	(0,283)	(0,531)	(0,066)
	***				*
		<i>ML</i>	<i>Alav</i>	<i>Pub</i>	<i>Nac</i>
		0,8592	-0,0490	-1,7140	-1,1995
		(0,057)	(0,096)	(0,000)	(0,000)
		*	*	***	***

Período: 1º trim/2000 a 2º trim/2014

Observações	351	R^2 :	0,6110	Estatística F	10,1270
Bancos:	25	R^2 ajustado:	0,5506	P-valor (F):	0,0000

Onde: *MkB* é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil; *Payout* representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação; *LPA* indica o lucro por ação; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *Tam* é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição; *ML* é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); *Alav* é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido); *Pub* é uma variável *dummy* que indica se o controle acionário da instituição pertence ao Estado, assumindo 1 se o controle é estatal e 0 para os demais; *Nac* é uma variável *dummy* que indica se a origem do capital da instituição, assumindo 1 se o controle é nacional e 0 para os demais.

Significância dos parâmetros: 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Fonte: os autores.

A partir da verificação dos resultados apurados na estimação do modelo (3.1), evidenciados na Tabela 4, a hipótese H_1 da pesquisa foi corroborada e H_2 automaticamente refutada, em virtude da não identificação de relação estatística relevante entre as variáveis *MkB* e *Payout*. Como pode ser verificado, o *Payout*, variável independente de interesse, não apresentou relevância estatística, o que permite inferir que não há relação linear entre a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras brasileiras e o valor de mercado dessas entidades.

Alguns dos fatores que permitem a explicação dos resultados obtidos com a estimação da regressão possuem sustentação teórica na corrente de pesquisadores que defende a irrelevância da política de dividendos adotada na criação de valor, conforme exposto na seção 2.2.1. Tais autores, baseados em Miller e Modigliani (1961), entendem que a política de dividendos não cria valor para o acionista, pois o pagamento de dividendos pode ser entendido como a distribuição de recursos presentes em detrimento de recursos futuros equivalentes.

Tal afirmação pode ser uma possível justificativa ao resultado obtido, pois é compreensível que ao distribuir proventos aos seus investidores, a empresa está desagregando valor e reduzindo sua capacidade de investimentos, influenciando os resultados futuros. Em virtude dessa política, a empresa – no caso, a instituição financeira – terá que procurar outras fontes de financiamento para seus projetos e atividades regulares, sendo que esses terão seus respectivos custos. Ao abordar a racionalidade dos investidores, outro ponto tratado por

Miller e Modigliani (1961), essa situação se consolida, pois se presume que os acionistas entendem que o recebimento de recursos presentes está condicionado a um menor fluxo de caixa futuro.

Outra possível explicação para a falta de relação significativa na aplicação do modelo é o efeito sinalizador produzido pela política de dividendos das instituições financeiras. Em geral, esse efeito é tratado como uma ferramenta que as empresas utilizam para informar os investidores de suas tendências. Porém, ao distribuir lucros, os investidores podem concluir que a entidade possui poucas perspectivas de crescimento, pois as mesmas optaram pela distribuição de recursos em contrariedade ao reinvestimento. Tal entendimento, sustentado por Damodaran (2004), permite a verificação do efeito causado pela política de dividendos no mercado, onde o investidor conclui sobre a posição financeira atual da empresa e projeta situações futuras.

Em relação às variáveis de controle, não foram encontradas relações estatisticamente relevantes entre a variável dependente e as variáveis dependentes *LPA* e *ROE*. Por esses resultados, o lucro por ação e o retorno sobre o patrimônio líquido não influenciam o valor de mercado das instituições financeiras brasileiras. Embora inicialmente contra intuitivo, esses resultados podem sugerir que o acúmulo de resultados, por si só, não determina o valor de mercado das instituições, dependendo, adicionalmente, das políticas de utilização desses recursos. Por outro lado, para a variável *ML* foi encontrado positiva e estatisticamente relevante, o que indica que instituições financeiras com maior margem líquida de lucro registram maior valor de mercado. Nesse caso, a margem líquida representa uma medida de eficiência operacional da instituição, sendo intuitivo o resultado encontrado.

Para a variável representativa do porte das instituições, *Tam*, foi encontrada relação negativa e estatisticamente relevante com a variável dependente, sugerindo que as instituições financeiras de maior têm menor valor de mercado, em relação ao valor contábil. Esse resultado indica que as instituições financeiras de menor porte oferecem melhores oportunidades de valorização, o que pode ser explicado pelo grau de maturação das grandes corporações financeiras.

A variável representativa do grau de alavancagem, *Alav*, também apresentou relação estatística significativa e negativa com o valor de mercado. Dentre as possíveis explicações para esse resultado, pode-se destacar a percepção de maior risco das instituições financeiras altamente alavancadas, por parte dos investidores, com consequências no valor de mercado dessas entidades.

Por fim, as variáveis representativas do controle nacional (*Nac*) e público (*Pub*), também de controle, apresentaram associações negativas e relevantes estatisticamente com a variável dependente, ou seja, os resultados indicam que os bancos sob controle do capital nacional e estatal são menos valorizados pelo mercado, em comparação aos bancos estrangeiros e privados, respectivamente. A maior valorização das instituições estrangeiras pode estar associada, entre outros fatores, a uma melhor percepção da estrutura de governança ou do grau de confiança que possa transmitir aos investidores. Já a maior valorização das instituições financeiras com controle acionário privado pode ser explicado pelo receio dos investidores em relação ao fato de que as entidades públicas possam priorizar os interesses do controlador estatal em relação aos interesses dos acionistas, bem como das potenciais interferências dos controladores na gestão dessas instituições.

4.2 – Análise de Sensibilidade – Modelo Dinâmico

Alternativamente, e a título de análise de sensibilidade dos resultados das hipóteses de pesquisa, foi realizado teste adicional, reestimando o modelo (3.1) em sua versão dinâmica, em que a variável dependente defasada é incorporada entre os regressores. Esse teste se

justifica pelo caráter de não transitoriedade do valor de mercado das instituições financeiras. Os resultados são consolidados na Tabela 5.

Tabela 5: Resultados da estimação do modelo (3.1), em sua forma dinâmica (inclusão da variável dependente defasada entre os regressores), com duplos efeitos fixos.

$$MkB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 MkB_{it} + \beta_2 Payout_{it} + \beta_3 LPA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 ML_{it} + \beta_7 Alav_{it} + \beta_8 Pub_{it} + \beta_9 Nac_{it} + \varepsilon_{it}$$

<i>C</i>	<i>MkB(-1)</i>	<i>Payout</i>	<i>LPA</i>	<i>ROE</i>
4,5420	0,5211	-0,0189	-0,0285	-2,7318
(0,061)	(0,000)	(0,382)	(0,690)	(0,362)
*	***			
<i>Tam</i>	<i>ML</i>	<i>Alav</i>	<i>Pub</i>	<i>Nac</i>
-0,2190	0,4633	-0,0418	-0,9789	-0,7466
(0,256)	(0,289)	(0,239)	(0,017)	(0,066)
			**	*

Período: 1º trim/2000 a 2º trim/2014

Observações	317	R^2 :	0,7224	Estatística F	14,8951
Bancos:	22	R^2 ajustado:	0,6739	P-valor (F):	0,0000

Onde: *MkB* é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil; *Payout* representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação; *LPA* indica o lucro por ação; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido; *Tam* é variável que representa o tamanho da instituição, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição; *ML* é a margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); *Alav* é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido); *Pub* é uma variável *dummy* que indica se o controle acionário da instituição pertence ao Estado, assumindo 1 se o controle é estatal e 0 para os demais; *Nac* é uma variável *dummy* que indica se a origem do capital da instituição, assumindo 1 se o controle é nacional e 0 para os demais.

Significância dos parâmetros: 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Fonte: os autores.

Os resultados demonstram, inicialmente, a relevância da variável dependente (*MkB*) defasada como poder explicativo – cerca de 52% do valor de mercado das instituições, no período *t*, é explicado pelo seu valor no período anterior. Quanto à variável de interesse para o teste das hipóteses de pesquisa, a variável *Payout* continuou a não registrar relevância estatística, reforçando as evidências destacadas na Seção 3.1, ou seja, corroboração da hipótese H_1 – não há relação entre o nível de distribuição de dividendos praticado pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e o seu valor de mercado.

Para as variáveis de controle, os resultados apresentaram sinais consistentes com a primeira etapa dos testes, mas apenas as variáveis representativas do controle do capital – *Pub* e *Nac* – registraram relevância estatística. Na prática, a inclusão da variável dependente defasa entre os regressores capturou parte da significância estatística anteriormente atribuída às variáveis *ML*, *Tam* e *Alav*.

4.3 – Análise da Significância do Modelo

Os coeficientes de determinação da regressão, R^2 e R^2 ajustado, revelam que os modelos testados explicam entre 55% e 72% do valor de mercado da variável dependente, representativa da relação entre o valor de mercado e o valor contábil das entidades da

amostra. O maior valor do coeficiente de determinação é verificado no caso do modelo dinâmico, justificado pelo grau de persistência da variável dependente no tempo.

Outra medida de relevância do modelo é demonstrada pelo *F-test*, que demonstra a significância estatística do conjunto dos parâmetros das variáveis independentes na explicação do comportamento da variável dependente. Conforme destacado nas Tabelas 4 e 5, a Estatística *F* variou entre 10,1270 e 14,8951, rejeitando-se a hipótese nula de insignificância dos parâmetros, com *p-valor* 0,0000, nos dois testes realizados – com e sem a variável dependente defasada entre os regressores, respectivamente.

Por fim, foi realizado o teste sugerido por Baltagi (2008) e Marques (2000), para demonstrar a existência de efeitos individuais, o que justifica a utilização dos dados em painel. É uma versão do teste de Chow, segundo Baltagi (2008), tendo em vista a similaridade com o conhecido teste de estabilidade dos parâmetros. Foi apurada uma estatística de 7,8426, que comparada com a distribuição *F* a 1% e a 5%, resultou na rejeição da hipótese nula de que os resultados apurados sem a consideração da heterogeneidade individual seriam apropriados. Isso demonstra a relevância da utilização dos dados em painel para o provimento de dados com maior poder informacional.

5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sabe-se que muito já se foi discutido a respeito da relevância da política de dividendos para as empresas de uma forma geral e não há um consenso sobre seu impacto. No contexto brasileiro, percebe-se uma lacuna quanto a pesquisas sobre a política de dividendos nas instituições financeiras, pois estas possuem peculiaridades que devem ser levadas em consideração. O presente estudo teve como objetivo identificar se há relação entre a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e seu valor de mercado.

Para a verificação do objetivo foi desenvolvido o modelo (3.1), sendo a variável *Payout* responsável pela validação da hipótese e as demais com função de controlar o resultado, sendo utilizados os dados das instituições financeiras listadas na BMF&Bovespa no período entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2014, contemplando 25 instituições financeiras.

Em virtude do objetivo da pesquisa e do arcabouço teórico relacionado ao tema, foram definidas duas hipóteses de pesquisa baseadas no modelo adotado na pesquisa. Após a apuração do resultado, com a utilização de dados em painéis, foi constatado que a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa não impacta no seu valor de mercado, corroborando a hipótese de pesquisa H_1 . Os resultados confirmaram que no âmbito das instituições financeiras prevalece a teoria da irrelevância dos dividendos, idealizada por Miller e Modigliani (1961), e contradiz uma importante corrente de pesquisa, que destaca a política de dividendos e tem entre seus principais formuladores Gordon (1959).

A ausência de relevância estatística entre o valor de mercado das instituições financeiras e seu nível de distribuição de resultados pode ser explicada, dentre outros motivos, pelo equilíbrio causado em virtude da liberação de recursos presentes em contrariedade ao reinvestimento e pelo efeito sinalizador que os dividendos podem causar, retratando as perspectivas futuras da instituição.

Dentre as variáveis de controle, pôde ser verificada relevância estatística, em relação ao valor de mercado, para a variável tamanho (relação negativa), margem líquida (relação positiva), alavancagem (relação negativa) e para as variáveis que levam em consideração se o controle acionário da instituição é público e nacional, ambos com relação negativa.

O estudo contribui, portanto, para o desenvolvimento da literatura sobre os efeitos da política de dividendos no valor das empresas, em particular das instituições financeiras, por

suprir uma lacuna de pesquisas que abordem as especificidades desse tipo de entidade no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Dentre as limitações encontradas na pesquisa, pode-se destacar o pequeno número de instituições financeiras listadas na BMF&Bovespa, fato que limita a quantidade de observações do teste. Essa restrição de observações limita, por exemplo, a possibilidade de se incorporar outras variáveis de controle no modelo – como os efeitos dos ciclos econômicos e das crises financeiras na variável dependente, o valor de mercado das instituições. Outro ponto a ser apontado é a impossibilidade de generalização dos resultados a todo o mercado, em virtude da restrição do estudo às instituições financeiras.

No que diz respeito a pesquisas futuras, sugere-se o aprofundamento nas formas de remuneração adotadas pelas instituições financeiras, a fim de verificar se os tipos de proventos distribuídos pelos bancos podem estar influenciando a decisão dos investidores.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2010.

BACHMANN, R. K. B.; KUDLAWICZ, C.; ALMEIDA, V. E.; CHEROBIM, A. P. M. S. Remuneração aos acionistas: como o mercado precifica a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio por empresas do segmento bancário listadas na BM&FBOVESPA em 2010. **Revista FACEF Pesquisa – Desenvolvimento e Gestão**, n. 2, p. 163-174, mai./jun./jul./ago. 2012.

BACHMAN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago., 2012.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 dez. 2014.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm. Acesso em: 21 dez. 2014.

BUENO, A. F. Os dividendos como estratégias de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 28, p. 39-55, jan./abr. 2002.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26, 2002, Salvador/BA. **Anais eletrônicos**. Salvador: ANPAD, 2002. Disponível em: http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/FIN/2002_FIN195.pdf. Acesso em: 21 dez. 2014.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DÉCOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. 2009. 140f. Tese de doutorado (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da Bmf&Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, n.3, p. 173-204, jul./set. 2012.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GORDON, M. J. Dividends, earning, and stock prices. **Review of Economics and Statistics**. p. 99-105, Mai, 1959.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4 ed. São Paulo: Campus, 2006.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, n. 2, p. 97-113, mai. 1956.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, p. 163-195, 1979.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Centro de Estudos Macroeconomicos e Previsão - Faculdade de Economia do Porto, Outubro de 2000. Disponível em <<http://fep.up.pt/investigacao/workingpapers>>. Acesso em 7 jan, 2015.

MARTINS, A. L.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, n. 1, p. 24 – 39, jan./fev. 2012.

MARTINS, Gilberto A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **The Journal of Business**, n. 4, p. 411-433, Out. 1961.

MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. 2007. 71f. Dissertação (Mestrado em

Administração) - Curso de Pós-Graduação da EAESP, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

NOSSA, S N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo/SP. **Anais eletrônicos**. São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos72007/654.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2014.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, n. 2, p. 135-143, abr./maio/jun. 2003.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, n. 33, p. 6-15, jul./ago. 1993.

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

ROCHA, A. O dividendo obrigatório representa no mínimo 25% do Lucro Líquido? **Valor Econômico**, set. 2011. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1025264/o-dividendo-obrigatorio-representa-no-minimo-25-do-lucro-liquid>. Acesso em: 28 jan. de 2015.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Encontros Científicos - Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.

SANTOS, L. M.; COSTA, D. F.; ALBERTO, J. G. C.; ASSIS, A. R. Distribuição de dividendos de empresas brasileiras: uma análise exploratória. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 35., 2011, Rio de Janeiro/RJ. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN1999.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2014.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL (SRF). Instrução Normativa nº 1.515, de 24 de novembro de 2014. Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas, disciplina o tratamento tributário da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins no que se refere às alterações introduzidas pela Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Ins/2014/in15152014.htm>. Acesso em: 21 dez. 2014.

TAVARES, E. Só 17 ações pagam dividendos todos os trimestres. **Revista Exame**. Jun. 2014. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/so-17-acoes-pagam-dividendos-todos-os-trimestres#>. Acesso em: 21 dez. 2014.

WEBER, R. A. **Política de dividendos no setor bancário brasileiro**. 2008. 104f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.