

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE – FACE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS – CCA**

BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ALEXANDRE OLIVEIRA DA SILVA

**ANÁLISE DO IMPACTO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR
DE MERCADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

BRASÍLIA (DF)

2015

ALEXANDRE OLIVEIRA DA SILVA

**ANÁLISE DO IMPACTO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DE
MERCADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada como requisito final à
conclusão do Bacharelado em Ciências Contábeis,
da Universidade de Brasília.

Orientador: Prof. Dr. José Alves Dantas

Brasília (DF)

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Silva, Alexandre Oliveira da

Análise do impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeira listadas na BM&FBOVESPA / Alexandre Oliveira da Silva.—

Distrito Federal: UnB / FACE / CCA, 2015.

xi, 37f.: il.

Orientador: José Alves Dantas

Monografia (bacharelado) – UnB / FACE / CCA, 2015

Referências bibliográficas: f. 35-37

1. Instituições Financeiras. 2. Política de Dividendos. 3. Valor de Mercado.— Monografia. I. Silva, Alexandre Oliveira da. II. UnB / FACE / CCA / Bacharelado em Ciências Contábeis. III. Análise do impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeira listadas na BM&FBOVESPA.

ALEXANDRE OLIVEIRA DA SILVA

**ANÁLISE DO IMPACTO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DE
MERCADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada como requisito final à
conclusão do Bacharelado em Ciências Contábeis,
da Universidade de Brasília

Aprovações:

Prof. Dr. José Alves Dantas– orientador

Brasília

2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por estar comigo em todos os momentos, à minha mãe Zilda, ao meu pai Paulo e ao meu irmão Guilherme pelo apoio, amor e compreensão dispendidas durante toda minha vida. Gostaria de agradecer aos meus amigos Marcelo, Ivo, Vanessa, Rosane, e Giovani por me acompanharem em meu dia a dia, tanto acadêmico quanto pessoal.

Agradeço a todos os professores e colegas de classe que participaram da minha formação e, em especial, gostaria de agradecer ao professor Dr. José Alves Dantas, pelo apoio, conhecimento e paciência.

"Não existe um caminho para a felicidade. A felicidade é o caminho."

Mahatma Gandhi

RESUMO

O impacto da política de dividendos é discutido há algumas décadas e não há um consenso a respeito de seu real reflexo na valoração da empresa. Diversos pesquisadores buscaram determinar o papel da distribuição de resultados na decisão dos investidores, porém sem uma conclusão. O Brasil possui particularidades que limitam a aplicação de estudos estrangeiros, sendo perceptível uma lacuna referente às instituições financeiras. Esta pesquisa buscou identificar se há relação linear entre a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BM&FBOVESPA e seu valor de mercado. Utilizando dados referentes ao período entre janeiro/2000 a junho/2014, foi realizada uma regressão com dados em painéis onde foi constatado que não há relação entre o nível de distribuição de resultados das instituições financeiras atuantes na BMF&BOVESPA e seu respectivo valor de mercado. Dentre as variáveis de controle utilizadas no modelo, foi identificada relação significativa para a margem líquida, com relação positiva, para o tamanho da instituição, alavancagem e controle acionário público e nacional, todos com relação negativa.

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

ABSTRACT

The impact of dividend policy is discussed for some decades and there is no consensus as to its real reflection in the valuation of the company. Several researchers sought to determine the role of distribution of results in investors decision, but without a conclusion. The Brazil has particularities which limit the application of foreign studies, being noticeable a lacuna relating to financial institutions. This research sought to identify whether there is linear relationship between the dividend policy adopted by financial institutions listed on the BMF&BOVESPA and its market value. Using data for the period between January/2000 to June/2014, was performed a regression with data in panels where it has been found that there is no relationship between the level of distribution of results of financial institutions active on the BMF&BOVESPA and their respective market value. Among the control variables used in model, significant relationship was identified for the net margin, with positive relationship, to the size of the institution, leverage and public and national ownership, all with negative relationship.

Key words: Financial institutions. Dividend Policy. Market Value. Payout. BMF&BOVESPA.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Composição da amostra	27
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resultados da matriz de correlação de Pearson.....	29
Tabela 2: Resultados da estimação do modelo.....	30

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ALAV	Alavancagem
CAPM	<i>Capital AssetPricingModel</i>
JSCP	Juros Sobre o Capital Próprio
LPA	Lucro por Ação
MkB	<i>Market to Book</i>
ML	Margem Líquida
NAC	Nacional
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PUB	Público
ROA	Retorno Sobre o Ativo
ROE	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido
TAM	Tamanho
SRF	Secretaria da Receita Federal do Brasil

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1	Política de Dividendos	15
2.2	Relação entre Distribuição de Dividendos e Valor de Mercado.....	18
2.2.1	<i>Teoria da Irrelevância dos Dividendos</i>	<i>18</i>
2.2.2	<i>Teoria da Relevância dos Dividendos</i>	<i>20</i>
2.3	Pesquisas Sobre o Tema	22
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	25
3.1	Formulações das Hipóteses.....	25
3.2	Modelo	26
3.3	Amostra.....	27
4	ANÁLISE DE RESULTADOS	29
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	33
	REFERÊNCIAS	35

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).

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 instituições mais estáveis possuem um menor risco, menores oportunidades de investimentos relacionadas às possibilidades expansionistas e consequentemente maiores dividendos.

O Brasil possui algumas particularidades que devem ser levadas em consideração ao adotarmos trabalhos externos em nosso ambiente. Procianoy (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 norte-americanos, por exemplo, trataram da distribuição de dividendos na ótica tributária interna, onde o ganho de capital possuía menor alíquota que os dividendos, sendo válido ressaltar que este contexto não se aplica a realidade atual do Brasil, 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. 6404/76, 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). As instituições financeiras brasileiras representam percentual relevante tanto da economia brasileira quanto do mercado de capitais, especificamente, e a política de dividendos adotada pode gerar um impacto relevante. Entre as poucas evidências localizadas sobre esse segmento econômico, Procianny 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 linear 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 terão por base os dados mensais das instituições financeiras listadas na BM&FBOVESPA, considerando o período de janeiro/2000 a junho/2014.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Políticas 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”.

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 tratarmos os 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 despesa dedutível da apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social do 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 pode 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, porém é válido 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 amplamente 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. *Opayout* (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 permitiram e nortearam as posteriores pesquisas sobre o tema.

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 *apud* Assaf Neto e Lima, 2010), destacaram dois conceitos para explicar esta 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 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 a essa teoria, se valem de segundas 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 *apud* Mota, 2007) 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 (2010), 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 na ideia 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 necessário 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).

Correia e Amaral (2002), utilizando variações extensivas do 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 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.

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 a sua estrutura de capital diferenciada pela qual essas organizações se caracterizam, o que impossibilita a sua equiparação às demais que integram outros setores de atividade.

Nesse sentido, em virtude das peculiaridades das instituições financeiras fazem-se necessários estudos direcionados, a fim de entendermos suas políticas, pois este segmento merece atenção especial em consequência de sua participação no mercado e sua relação direta com a política de dividendos.

Segundo Tavares (2014), 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 *dividendyield* (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 *dividendyield* 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) 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 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.

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 janeiro de 2000 e junho de 2014.

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:

H_1 : Não há relação linear 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 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 estruturado 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 apresentada a seguinte hipótese:

H₂: Há relação linear 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 *marketto book (MkB)*, e é apresentado da seguinte forma:

$MkB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ML_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 PUB_{it} + \beta_8 NAC_{it} + \varepsilon_{it}$	(3.1)
--	--------------

sendo que:

MkB_{it}: é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil da instituição *i*, no 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 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 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;
- ϵ_{it} : é o termo de erro da regressão.

Dentre as variáveis utilizadas no modelo, é necessário salientar que a variável **Payout** possui a função de validar a hipótese, em virtude da relação intrínseca com o objetivo da pesquisa. As demais variáveis foram incorporadas ao modelo a fim de controlar o resultado obtido, não sendo as mesmas necessárias para a identificação da hipótese, porém com função essencial na solidificação e robustez do resultado obtido, permitindo a redução de possíveis efeitos externos.

3.3 Amostra

A realização dos testes empíricos teve como base as instituições financeiras listadas na BM&FBOVESPA, não constando na amostra 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. No total, a amostra compreendeu 25 bancos conforme a tabela a seguir:

Quadro 1: Composição da amostra

Nr.	Bancos listados
1	ABC Brasil
2	Alfa Consorcio
3	Alfa investimento
4	Banco Panamericano
5	BANESE
6	BANESTES
7	BANPARA
8	BANRISUL
9	BASA
10	BIC Banco
11	Bradesco
12	Brasil
13	BRB
14	BTGP Banco
15	Daycoval
16	Indusval
17	Itausa
18	Itau Unibanco

19	Mercantil Brasil
20	Mercantil Inv
21	Nordeste
22	Parana
23	Pine
24	Santander
25	Sofisa

Fonte: BM&FBOVESPA

A base de dados utilizadas na pesquisa foi extraída do site comdinheiro.com¹ e teve como referência as Informações Financeiras Trimestrais das instituições da amostra, onde foram utilizados os dados dos controladores, em decorrência da falta de dados em determinados períodos para as demonstrações consolidadas. O espaço temporal utilizado na pesquisa compreendeu o período entre janeiro de 2000 e junho de 2014.

¹ “comdinheiro é um sistema integrado de informações financeiras utilizado por alguns dos maiores bancos, equityresearchers e gestoras do Brasil. As informações do comdinheiro chegam a mais de 300.000 pessoas por semana e mais de 13.000 séries de dados são atualizadas diariamente.”

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.

Para avaliar o risco de multicolinearidade, foi elaborada a matriz de correlação de Pearson, conforme tabela 1, entre as variáveis explicativas não dicotômicas, não identificando-se correlação relevante entre as mesmas. Com isso, foi possível descartar o risco de multicolinearidade.

Tabela 1: Resultados da matriz de correlação de Pearson para a verificação do risco de multicolinearidade.

	Payout	LPA	ROE	TAM	ML	ALAV
Payout	1					
LPA	-0,00199039	1				
ROE	-0,01848300	0,067991388	1			
TAM	-0,06173283	-0,013393544	0,115516625	1		
ML	0,006778655	-0,002769092	0,043785757	-0,007153247	1	
ALAV	-0,05282508	-0,009176673	-0,027265206	0,240749683	-0,075096734	1

Após a apuração das variáveis dependente e independentes do modelo, foi realizada uma 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 (variações relativas ao período entre janeiro de 2000 e junho de 2014). 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 2 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.

Tabela 2: 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 financeiras listadas na BM&FBOVESPA.

Modelo:			
$MkB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ML_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 PUB_{it} + \beta_8 NAC_{it} + \varepsilon_{it}$			
Variável dependente:	<i>MkB</i>		
Método:	Duplo efeitos fixos		
Período (amostra):	2000:1 a 2014:6		
Nº de instituições:	25		
Nº de períodos (meses):	174		
Nº de observações:	351		
R ²	0.6110		
R ² ajustado	0.5506		
F Estatística	10.1270		
F (p-valor)	0.0000		
Variável	Coef.	T-Stat	P-Valor
<i>C</i>	6.7255	3.3687	0.0009
<i>Payout</i>	-0.0141	-0.5248	0.6000
<i>LPA</i>	-0.0423	-1.0762	0.2827
<i>ROE</i>	-1.5930	-0.6276	0.5307
<i>TAM</i>	-0.3010	-1.8420	0.0664
<i>ML</i>	0.8592	1.9088	0.0572
<i>Alav</i>	-0.0490	-1.6692	0.0961
<i>PUB</i>	-1.7140	-5.2537	0.0000
<i>NAC</i>	-1.1995	-3.6158	0.0004

A partir da verificação dos resultados apurados na estimação do modelo (3.1), evidenciados na tabela 2, a hipótese H_1 da pesquisa foi corroborada, em virtude da não identificação de relação estatística relevante entre as variáveis *MkB* e *Payout*. Como pode ser verificado, o *Payout*, variável independente do modelo, 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 das mesmas.

Alguns dos fatores que permitem a explicação do resultado obtido na regressão realizada possuem sustentação teórica na corrente de pesquisadores que defende a irrelevância da política de dividendos adotada na criação de valor, conforme a 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 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.

As variáveis de controle utilizadas no modelo permitem algumas inferências a respeito do valor de mercado das instituições financeiras. Não foi encontrada relevância estatística para a variável *LPA*, o que pode ser entendido, pois a mesma possui relação com a variável dependente da pesquisa, por levar em consideração o lucro distribuído pela entidade.

Dentre as variáveis de controle, o tamanho da instituição financeira apresentou relação estatística com o valor do mercado da mesma. Tal relação, que pode ser verificada na tabela 2, é negativa, sendo que pode ser possível indicar que os bancos com maior representatividade no mercado possuem menor impacto em seu valor de mercado, podendo ser apresentado, como possível explicação, a maior proximidade entre o valor de mercado e o valor contábil das grandes instituições financeiras.

A variável alavancagem também apresentou relação estatística significativa, sendo negativa com o valor de mercado. Dentre as possíveis explicações para esse resultado, tem-se a perspectiva temerária do mercado em relação às instituições financeiras altamente alavancadas,

em virtude do risco inerente a essas. Além do risco inerente das empresas que atuam altamente alavancadas, característica regular no setor bancário, pode-se levar em consideração problemas ocorridos com instituições financeiras brasileiras nas últimas décadas, ocasionando maior instabilidade entre os investidores.

As variáveis representativas do controle nacional e público, também de controle, apresentaram relevância estatística, ambas negativas, com o seu respectivo valor de mercado. Para a primeira pode-se inferir que os bancos que possuem controle acionário nacional possuem um menor valor de mercado. Tal situação indica que os investidores entendem que as instituições nacionais não estão totalmente de acordo com seus interesses, podendo haver diversos aspectos influenciadores, como a confiabilidade, a consolidação no mercado, dentre outros fatores. Já a segunda variável indica que as instituições financeiras com controle acionário pertencente a entidades públicas possuem menor valor de mercado, podendo ser explicado pelo possível atendimento dessas instituições às demandas do Estado e a possíveis interferências dos controladores na gestão dessas instituições.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sabe-se que muito já se foi discutido a respeito da relevância da política de dividendos para as instituições de uma forma geral e não há um consenso sobre seu impacto. No contexto brasileiro, percebe-se uma lacuna quanto às pesquisas sobre a política de dividendos nas instituições financeiras, pois as mesmas 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 criado 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 janeiro/2000 e junho/2014. Inicialmente a amostra era composta por 27 instituições financeiras, sendo que duas dessas foram retiradas devido à inconsistência nos dados, a fim de evitar desvios nos resultados.

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 (H_1), resultado que se baseia na teoria da irrelevância dos dividendos, idealizada por Miller e Modigliani (1961), e contradiz uma importante corrente de pesquisa que destaca a política de dividendos.

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 presente 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.

É válido ressaltar que esta pesquisa não é conclusiva a respeito da relevância dos dividendos, sendo esse um tema importante e muito debatido nas últimas décadas, possuindo ela apenas um caráter agregador de conhecimento e buscando incrementar resultados, cabendo destacar que ela está inserida no contexto brasileiro, no âmbito das instituições financeiras, e levando em consideração o período entre janeiro/2000 a junho/2014.

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. 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**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BACHMANN, R. K. B. et al. 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**, v. 15, n. 2, p. 163-174, mai./jun./jul./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/16404consol.htm>. Acesso em: 21 de 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/19249.htm>. Acesso em: 21 de dez 2014.

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. Anais. Salvador: ANPAD, 2002. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/FIN/2002_FIN195.pdf>. Acesso em: 21 de 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**. Tese de doutorado (Programa de Pós-Graduação em Administração – Universidade Federal do Rio Grande do Sul/UFRGS). Porto Alegre, 2009.

FORTELES, I. V. et al. Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bmf&Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v.23, 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.

IUDÍCIBUS, S. et al. **Manual de Contabilidade Societária**. 1. ed. 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**, v. 46, n. 2, p. 97-113, mai, 1956.

LITZENBERGER, R. H; RAMASWAMY, K. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

MARTINS, A. L.; FAMÁ, R. O Que Revelam os Estudos Realizados no Brasil Sobre Política de Dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, jan./fev., 2012.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, v. 34, 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**. Tese de mestrado (Curso de Pós-Graduação da EAESP - FGV). 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. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos72007/654.pdf>>. Acesso em: 21 de 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**, v. 38, n. 2, p. 135-143, abr./maio/jun., 2003.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores São Irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, p. 217-242, dez, 2003.

ROCHA, A. O Dividendo Obrigatório Representa no Mínimo 25% do Lucro Líquido? **VALOR.COM.BR**, 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1025264/o-dividendo-obrigatorio-representa-no-minimo-25-do-lucro-liquido>>. Acesso em: 28 de janeiro de 2015.

SANTOS, L. M. et al. 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. Anais. Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN1999.pdf>>. Acesso em: 21 de 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 de dez 2014.

TAVARES, E. Só 17 Ações Pagam Dividendos Todos os Trimestres. **EXAME.COM**, São Paulo, 04 jun. 2014. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/so-17-acoes-pagam-dividendos-todos-os-trimestres#>>. Acesso em: 21 de dez 2014.

WEBER, R. A.; **Política de Dividendos no Setor Bancário Brasileiro**. Dissertação de mestrado (Programa de Pós-Graduação em Administração – Universidade Federal do Rio Grande do Sul/UFRGS). Porto Alegre, 2008.