



151

Política de Dividendos e Remuneração de Executivos dos Bancos Brasileiros

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Juliana Ribeiro Souza [ORCID iD](#), Aluno Doutorado/Ph.D. Student Joice Garcia de Oliveira [ORCID iD](#), Aluno Doutorado/Ph.D. Student Lua Syrma Zaniah Santos [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Juliano Lima Pinheiro [ORCID iD](#)

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, Minas Gerais, Brazil

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Juliana Ribeiro Souza

[0000-0002-0198-2275](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Joice Garcia de Oliveira

[0000-0003-1384-0976](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Lua Syrma Zaniah Santos

[0000-0003-3829-9530](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Doutor/Ph.D. Juliano Lima Pinheiro

[0000-0003-0715-2237](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Resumo/Abstract

As decisões relacionadas a política de dividendos das empresas são fundamentais no contexto gerencial e de finanças corporativas. Ao mesmo tempo, a remuneração executiva deve ser capaz de alinhar os objetivos dos acionistas com os da gestão, de tal forma que os custos de agência sejam minimizados. Desta forma, as organizações distribuem dividendos para mitigar os problemas de agência, sinalizar a lucratividade futura ou fornecer informações privadas aos investidores. Este estudo buscou verificar a relação entre a política de dividendos e a remuneração baseada em ações no contexto bancário brasileiro. Para tanto, estimou-se modelos via GMM-Sistêmico, em uma amostra de instituições bancárias que possuem ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) considerando o período de 2010 a 2021. Os principais achados sugerem um comportamento bidirecional: a Remuneração Executiva



demonstrou-se negativamente relacionada ao índice de distribuição de dividendos dos bancos (Payout) e, paralelamente, apresentou uma associação positiva com a rentabilidade dos dividendos (Dividend Yield). O resultado para o Payout está alinhado com pesquisas anteriores realizadas em diferentes ambientes institucionais, mas é divergente no que tange ao Dividend Yield, o qual é influenciado pelos movimentos do mercado de ações, que não estão sob o controle total dos gestores, assim como a remuneração baseada em ações. Portanto, este comportamento pode decorrer do uso das estratégias de sinalização de resultados futuros. Assim, este estudo contribuiu para a compreensão sobre como essas variáveis podem influenciar a governança de instituições bancárias e como tal relação ocorre no contexto brasileiro.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Controladoria e Contabilidade Gerencial (CCG) / Management Accounting

Política de Dividendos e Remuneração de Executivos dos Bancos Brasileiros

Resumo

As decisões relacionadas a política de dividendos das empresas são fundamentais no contexto gerencial e de finanças corporativas. Ao mesmo tempo, a remuneração executiva deve ser capaz de alinhar os objetivos dos acionistas com os da gestão, de tal forma que os custos de agência sejam minimizados. Desta forma, as organizações distribuem dividendos para mitigar os problemas de agência, sinalizar a lucratividade futura ou fornecer informações privadas aos investidores. Este estudo buscou verificar a relação entre a política de dividendos e a remuneração baseada em ações no contexto bancário brasileiro. Para tanto, estimou-se modelos via GMM-Sistêmico, em uma amostra de instituições bancárias que possuem ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³) considerando o período de 2010 a 2021. Os principais achados sugerem um comportamento bidirecional: a Remuneração Executiva demonstrou-se negativamente relacionada ao índice de distribuição de dividendos dos bancos (*Payout*) e, paralelamente, apresentou uma associação positiva com a rentabilidade dos dividendos (*Dividend Yield*). O resultado para o *Payout* está alinhado com pesquisas anteriores realizadas em diferentes ambientes institucionais, mas é divergente no que tange ao *Dividend Yield*, o qual é influenciado pelos movimentos do mercado de ações, que não estão sob o controle total dos gestores, assim como a remuneração baseada em ações. Portanto, este comportamento pode decorrer do uso das estratégias de sinalização de resultados futuros. Assim, este estudo contribuiu para a compreensão sobre como essas variáveis podem influenciar a governança de instituições bancárias e como tal relação ocorre no contexto brasileiro.

Palavras-chave: Política de dividendos; Remuneração executiva; Bancos; GMM-Sistêmico.

1. Introdução

Os planos de remuneração são abordados pela Teoria da Agência como uma ferramenta utilizada para suavizar os conflitos de interesse que permeiam a relação entre gestores e proprietário no contexto organizacional, podendo promover um alinhamento de interesses entre as partes (Silva & Santos, 2017). Nesse sentido, é necessário que cada organização busque seus próprios parâmetros, visando obter esquemas que atendam melhor às suas perspectivas, uma vez que o contrato de gerenciamento eficiente é aquele que motiva o gerente a maximizar o valor da empresa (Lambert, et al., 1993; Silva, et al., 2017).

De acordo com Tirole (2006) os agentes responsáveis pela gestão de uma organização defrontam-se com um *trade-off* na definição do nível de dividendos a serem pagos. Ao mesmo tempo, a remuneração executiva e seus componentes (incentivos variáveis) deve ser capaz de alinhar os objetivos dos acionistas com os da gestão, de tal forma que os custos de agência sejam mínimos. Desta forma, as organizações distribuem dividendos para mitigar os problemas de agência (DeAngelo et al., 2004), ou ainda sinalizar a lucratividade futura (Gambacorta et al., 2020) ou informações privadas aos investidores (John & Williams, 1985).

Assim, partindo do que é considerado um fato empírico bem documentado: de que existe uma relação entre dividendos declarados e remuneração dos executivos, Bhattacharyya (2007) desenvolveu um modelo que explica os dividendos como um componente de um contrato



estabelecido por um principal desinformado. O autor argumenta que os dividendos são usados para resolver questões de agência em contratos de remuneração e que, em equilíbrio, as taxas de pagamento de dividendos são negativamente relacionadas à remuneração gerencial. Em estudos posteriores (Bhattacharyya et al., 2008a; 2008b) realizados em empresas norte-americanas e canadenses, tais comportamentos foram confirmados. Bhattacharyya et al., (2008a) observaram que um modelo que vincule o pagamento de dividendos à remuneração gerencial pode fornecer informações úteis sobre a política de dividendos corporativos, bem como da governança corporativa empregada.

A remuneração executiva geralmente é constituída de uma parte fixa e de outra parcela de incentivos variáveis, que são empregados para incentivar os gestores a seguirem os objetivos dos acionistas. No que tange especificamente a compensação por incentivo de capital (baseada em ações e/ou opções de ação), Burns et al. (2015) destacam que embora o uso de remuneração baseada em ações tenha sido tradicionalmente um fenômeno nos EUA, empresas europeias aumentaram o uso desse tipo de remuneração. Esse tem sido um movimento observado também no Brasil, como identificado por Souza (2019), a qual observou que em média 7,23% da remuneração executiva variável paga por empresas de capital aberto, incluindo as do setor financeiro, no período de 2010 a 2017, correspondeu a compensação baseada em ações, incluindo opções de ações e, adicionalmente, que 118 empresas brasileiras das 239 analisadas utilizaram esse tipo remuneração para compensar seu executivos.

Diante disso, Burns et al. (2015) salientam que incentivos gerenciais de remuneração baseados em ações e opções de ações afetam a política de dividendos nas companhias, como identificados por diferentes pesquisas nos Estados Unidos (Fenn & Liang, 2001; Aboody & Kasznick, 2008; Brown et al., 2007) e Europa (Cesari & Ozkan, 2015; Burns et al., 2015). Portanto, faz-se importante testar, sob estruturas de governança alternativas, se os dividendos teriam comportamentos semelhantes, conforme ressaltado por Bhattacharyya e Elston (2009), especificamente no âmbito do setor financeiro, que geralmente é excluído das pesquisas por suas peculiaridades quanto a alavancagem e ao alto nível de regulação, quando comparados aos demais setores da economia.

Todavia, investigações que consideram as instituições financeiras como seus objetos de pesquisas têm sua importância intrínseca, ao buscarem respostas ou se proporem a identificar possíveis ameaças à solidez do segmento, ou até mesmo, a contribuir para abordagens acerca de perspectivas de análise dos comportamentos entre as variáveis gerenciais, uma vez que os intermediários financeiros contribuem para a manutenção da atividade econômica de um país, de forma abrangente.

Considerando este enredo, esta pesquisa pretende responder a seguinte questão: *qual a relação da remuneração executiva baseada em ações com a política de dividendos dos bancos brasileiros?* O objetivo do estudo consiste em verificar a relação entre a política de dividendos e a remuneração baseada em ações no contexto bancário brasileiro. Especificamente, o presente trabalho busca analisar a influência da compensação, enquanto incentivo variável da gestão executiva, sobre o *Payout* e a rentabilidade dos dividendos (*Dividend Yield*) dos bancos listados na Brasil, Bolsa e Balcão (B³) no período de 2010 a 2021.

Ao abordarem a política de dividendos das companhias e seus fatores determinantes, vários estudos excluem as instituições financeiras de suas análises, devido à regulamentação do setor (Simon et al., 2019), mesmo sendo um dos setores brasileiros que mais distribuem dividendos, como constataram Silva e Dantas (2015). Conforme dados do Banco Central do Brasil ([Bacen], 2019), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) do sistema bancário alcançou 14,8% em dezembro de 2018. Entretanto, a distribuição desta riqueza gerada aos acionistas sujeita-se às restrições impostas pela regulamentação do setor, especialmente quanto



à manutenção dos níveis de alavancagem e adicional de capital, conforme direcionado pelo Comitê de Basiléia de Supervisão Bancária. Nessa conjectura, o pagamento de dividendos expressivos aos acionistas pode ser uma forma de os bancos transferirem os riscos dos acionistas para os credores. Com o pagamento de dividendos, os bancos reduzem o patrimônio líquido e aumentam a alavancagem, contudo, a manutenção de determinados níveis de capital estabelecidos pelas normas vigentes força os bancos a reterem lucros a fim de manter os níveis exigidos (Ashraf et al., 2016).

Nesse contexto, reafirma-se a importância sobre as investigações acerca das políticas de dividendos no setor bancário e sua relação com a compensação executiva a fim de compreender como essas variáveis podem influenciar a sua governança e como tal relação ocorre no contexto brasileiro. Ademais, Silva e Dantas (2015) e Simon et al. (2019) destacam a importância de se investigar o efeito da política de dividendos das instituições do setor financeiro devido a participação relevante que estas instituições possuem tanto no mercado de capitais, como na economia do país. Ao prestar serviços financeiros, os bancos e demais instituições do setor realizam atividades que movimentam e contribuem para o desenvolvimento de um país e, paralelamente, suas atividades estão sujeitas a riscos sociais e econômicos que têm o potencial de provocar efeitos em toda a economia e, portanto, despertam a preocupação e o interesse dos órgãos reguladores (Matias et al., 2014; Buch & Delong, 2008).

Segundo Bhattacharyya e Elston (2009), sob uma perspectiva política, é amplamente reconhecido que as empresas em todo o mundo operam dentro de uma variedade de diferentes ambientes institucionais e estruturas de governança corporativa. Diferentes parâmetros de estrutura e propriedade influenciam significativamente os problemas de agência das organizações (La Porta et al., 1999), ou seja, estruturas institucionais e de propriedade tendem a variar conforme o contexto ou a região do mundo.

Portanto, a pluralidade e as características peculiares do setor, tal como a lacuna derivada da falta de resultados congruentes e conclusivos na literatura, substanciam a relevância de pesquisas a respeito do tema. Simon et al. (2019) consideram “que as conclusões a respeito dos aspectos teóricos e empíricos que explicam as decisões de política de dividendos do setor financeiro ainda são muito insipientes e precisam ser complementadas”. Bhattacharyya et al. (2008a) salienta que apesar de décadas de estudo, ainda é necessário pesquisas sobre o tema, pois é fundamental compreender completamente os fatores que influenciam a política de dividendos e a maneira como esses fatores interagem.

Nesse contexto, é relevante testar se sob estruturas alternativas de governança, os dividendos possuem sua função na mitigação dos problemas da agência (Bhattacharyya & Elston, 2009). Os incentivos de ações gerenciais podem auxiliar no alinhamento dos incentivos de gestores e acionistas, porém, poucas pesquisas analisam como os incentivos de ações gerenciais influenciam as atividades de gestão e, em particular, até que ponto eles mitigam vários problemas de agência (Feen & Liang, 2001).

Assim, como destaca Burns et al. (2015), os resultados deste estudo podem contribuir para gestores, acionistas e reguladores de instituições financeiras e demais partes interessadas ao fornecer uma melhor compreensão de como a remuneração pode ter um efeito mais amplo na política de dividendos corporativa e no comportamento gerencial. Para a literatura, essa discussão agrega informações de como se estabelece a relação entre incentivo gerencial e compensação ao acionista no contexto de uma economia em desenvolvimento, evidenciando se incentivos variáveis baseados em ações podem ser usados como ferramenta para minimizar conflitos de agência em instituições financeiras. Ademais, para a sociedade de maneira ampla, conhecer como os bancos, principais intermediários financeiros no contexto nacional, conduzem parte de suas decisões de governança corporativa, pode influenciar na forma como



esses indivíduos visualizam e estabelecem seu nível de confiança em tais instituições e seus resultados.

2. Política de dividendos e incentivos de remuneração baseado em ações

Explicar a política de *payout* das companhias tem sido um dos maiores desafios dos estudos de finanças (Bhattacharyya, 2007). No trabalho seminal de Miller e Modigliani (1961), os autores mostraram que, pressupondo um mercado perfeito, os dividendos futuros não seriam capazes de afetar o valor da firma. Assim, a política de *payout* não seria relevante nas decisões corporativas. Diversos fatores fizeram com que tal suposição fosse explorada considerando aspectos como a presença de impostos, os custos de transação, a assimetria informacional e os problemas de agência. Apesar da suposição de Miller e Modigliani (1961), na qual os dividendos seriam irrelevantes no valor da empresa, estudos posteriores mostraram que o conteúdo informacional dos dividendos teria impacto no valor da ação da companhia (Miller & Rock, 1985). Evidências empíricas em relação ao preço das ações e mudanças nas políticas de dividendos das companhias mostraram uma relação significativa entre tais variáveis, especialmente devido ao fato de que as alterações na política de dividendos podem sinalizar informações ao mercado sobre as perspectivas de resultado futuro da companhia (Matos, 2001).

Objetivamente, Gambacorta et al. (2020) investigaram uma amostra de bancos inseridos em um painel desbalanceado de 271 instituições financeiras sediadas em 30 economias desenvolvidas, que incluem países da União Europeia e outros (Austrália, Canadá, Taipé Chinês, RAE de Hong Kong, Islândia, Israel, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Singapura, Coreia do Sul, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos). Em suas descobertas, os autores ressaltam que maiores valores de *price-to-book* estão associados a empresas em crescimento com menor propensão a distribuir dividendos. Além disso, quanto menor for o valor de mercado de uma empresa em comparação com seu patrimônio líquido, mais atraente se torna a distribuição de dividendos e, portanto, os dividendos sinalizariam que a empresa estaria subvalorizada (Stein, 2003; Gambacorta et al., 2020). A este respeito, existindo uma relação mais baixa nesse indicador, aumenta-se a pressão sobre a gestão a fim de compensar os acionistas. Com relação ao setor, os autores descobriram que as instituições bancárias também tendem a ter taxas de pagamento de dividendos mais altas do que as empresas não financeiras estudadas no período.

Diante disso, no intuito de compreender melhor o funcionamento das políticas de dividendos e seus possíveis fatores explicativos, pesquisas foram desenvolvidas ao longo tempo, como por exemplo o estudo de Viana e Ponte (2016) que investigaram as empresas brasileiras e norte-americanas. Os autores identificaram que as empresas brasileiras adotam uma distribuição de dividendos mais heterogênea quando comparadas com as firmas estadunidenses. Além disso, os autores observaram que para empresas brasileiras, as variáveis lucro líquido e estabilidade de distribuição de lucros foram capazes de explicar a política de dividendos. Já para as empresas norte-americanas a estabilidade da distribuição de lucros, o valor de mercado e o retorno sobre ativo foram os fatores significativos para explicar a política de dividendo das companhias.

A fim de identificar os fatores que determinam a política de dividendos de instituições bancárias no Brasil, Simon et al. (2019) observaram que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) influenciou negativamente a distribuição de dividendos e destacaram que esse fato pode estar relacionado a uma tentativa das instituições que apresentaram baixa rentabilidade (ROE) e sinalizarem ao mercado uma perspectiva de bons resultados futuros. Já a variável concentração do controle acionário influenciou positivamente a distribuição de dividendos, sendo a possível justificativa o fato de que instituições com alta concentração acionária tendem



a distribuir mais dividendos a fim de mitigar os problemas de agência. Ao final do estudo, Simon et al. (2019) destacaram a importância de se analisar também como se dá a relação entre compensação executiva e determinação da política de dividendos, pois esta pode ser uma forte ferramenta na gestão de conflitos de interesses.

Considerando o contexto internacional, Fenn e Liang (2001) examinaram como a política de pagamento corporativa é afetada por incentivos de ações gerenciais, utilizando dados de mais de 1.100 empresas não financeiras. Um dos principais achados sugeriu um relacionamento negativo entre dividendos e opções de ações, conforme previsto por Lambert et al. (1989), bem como uma relação positiva entre recompras e opções de ações, evidenciando que o crescimento das opções de ações poderia ajudar a explicar o aumento nas buscas de recompra em detrimento ao de dividendos.

O então estudo citado de Lambert et al. (1989) examinou a associação entre a adoção inicial de opções de ações para executivos de nível sênior e as mudanças subsequentes na política de dividendos corporativos. Os resultados desta investigação sugerem que os dividendos são reduzidos em relação aos dividendos esperados, pressupondo que os incentivos pessoais dos executivos podem afetar certos aspectos da política de dividendos corporativa observada.

Alinhado a isso, Bhattacharyya (2007) desenvolveu um modelo que explica os dividendos como um componente de um contrato estabelecido por um principal desinformado, partindo do que é considerado pelo autor um fato empírico bem documentado: de que existe uma relação entre dividendos declarados e remuneração dos executivos. A partir desse modelo de Bhattacharyya (2007), Bhattacharyya et al. (2008a) constataram que, em equilíbrio, o modelo demonstra que existe uma relação positiva (negativa) entre o índice de retenção de lucros (índice de pagamento de dividendos) e a remuneração gerencial; os resultados de testes com dados dos EUA mostram que a remuneração dos executivos está positivamente (negativamente) associada à retenção de lucros (pagamento de dividendos). Por sua vez, Bhattacharyya et al. (2008b), observou que há uma relação negativa entre taxas de pagamento de dividendos e compensações de executivos no Canadá. Bhattacharyya e Elston (2009) confirmaram que o mesmo ocorre na Alemanha. Lambert et al. (1989) consentem que a adição de uma opção de compra de ações ao pacote de remuneração de um gerente fornece um incentivo para o executivo reduzir os dividendos corporativos.

Os incentivos gerenciais, ao alinhar melhor os interesses da administração e dos acionistas, podem resultar em um nível mais alto de pagamentos totais de dividendos (Fenn & Liang, 2001). No entanto, na medida em que a administração visa atingir um nível de pagamento alvo, as reduções de dividendos induzidas por opções podem ser compensadas por aumentos em recompras, de forma que os pagamentos totais não sejam afetados, ou seja, a constatação dos autores é de que as empresas com mais opções de ações executivas têm pagamentos de dividendos mais baixos, que são apenas parcialmente compensados por recompras.

Nesse sentido, Cesari e Ozkan (2015) comentam que a remuneração de executivos baseada em ações teria influência sobre a recompra de ações ou a distribuição de dividendos pela firma. Além disso, para estes autores, a remuneração baseada em ações poderia contribuir no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e, possivelmente, gerar um maior nível de *payout*. Adicionalmente, Burns et al. (2015) apontam que as firmas tendem a distribuir menos dividendos quando gestores são remunerados com ações e opções de ações.

Os incentivos de ações gerenciais têm o potencial de auxiliar no alinhamento dos interesses de administradores e acionistas (Silva & Santos, 2017). A compensação baseada em ações cresceu substancialmente desde 1980, sugerindo que as empresas consideram que tal



estratégia possui, de fato, uma importância prática. No entanto, apenas alguns estudos investigam como os incentivos gerenciais de remuneração variável influenciam as atividades de gestão e, em particular, a política de pagamentos de dividendos nas empresas (Hall & Liebman, 1998; Fenn & Liang, 2001), reafirmando a necessidade de desenvolvimento de pesquisas que supram essa lacuna e proporcionem um maior entendimento de como se dá essa relação, principalmente quando se alteram os contextos econômicos e culturais sob os quais se estabelecem as relações de agência.

Tomando-se como embasamento tais evidências e discussões empíricas, torna-se relevante verificar o comportamento dos bancos brasileiros em relação ao possível impacto da remuneração variável baseada em ações na política de dividendos, uma vez que a decisão de pagamento de dividendos é um elemento-chave da estratégia de finanças corporativas. Uma política de dividendos adequada pode ser crucial para alcance performance organizacional, portanto, um objeto importante para a governança corporativa (Bhattacharyya et al., 2008a).

3. Metodologia

3.1 Caracterização da Pesquisa, Fonte dos Dados e Variáveis Utilizadas

Observando as classificações definidas por Martins e Theóphilo (2016) o presente estudo caracteriza-se como descritivo, com caráter quantitativo, pois tem por objetivo analisar a relação da remuneração executiva baseada em ações com a política de dividendos dos bancos brasileiros no período de 2010 a 2021, descrevendo a relação entre as variáveis, que foram investigadas por meio de tratamentos e modelagem econométricas, de estatística descritiva a estimação de regressão em painel dinâmico via Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sistemático). A adoção do GMM-Sistemático deve-se a sua capacidade de mitigar problemas de endogeneidade.

A população do estudo compreendeu as instituições bancárias que possuem ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³) no período de 2010 a 2021, que abrangeu os dados anuais pós adoção das normas internacionais de contabilidade e do último período disponível na base de dados Economática, que foram selecionados devido à necessidade de informações sobre os executivos que estão disponíveis apenas nos documentos dos Formulários de Referência, divulgados por companhias de capital aberto. Desta forma, a população considerando a classificação de subsetor “bancos” totalizou 26 instituições bancárias. No entanto, devido à ausência de dados em vários anos do período analisado, 8 destas instituições foram excluídas do estudo, culminando em uma amostra final de 18 instituições bancárias, das quais 10 possuem controle caracterizado como privado e 8 possuem controle estatal.

As informações contábeis relativas ao ativo total, lucro líquido, dividendos, juros sobre capital próprio, patrimônio líquido, *Dividend Yield*, valor de mercado, total de ações do maior acionista, total de ações e preço da ação foram coletadas na plataforma Economática. Já as informações sobre a remuneração executiva (caracterizada pelos membros da diretoria estatutária) e sobre o controle estatal ou privado, foram coletadas no Formulário de Referência dos bancos disponibilizados no site da B³ conforme deliberado pela Instrução Normativa nº 480 de 2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Adicionalmente, verificou-se que Brasil possui uma particularidade quanto definição dos valores de dividendos a seres distribuídos. A Lei nº 9.249 de 26 de dezembro de 1995 tornou possível que “o valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio” (JSCP), pudessem ser imputados ao valor dos dividendos mínimo obrigatório pagos aos acionistas. Portanto, assim como adotado por Simon et al. (2019), o total de proventos pagos pelas empresas compreende o total de dividendos distribuídos e JSCP, líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), uma vez que Comissão de Valores



Mobiliários (CVM) via Deliberação nº 683 de 30 de agosto de 2012 determinou que o IRRF a ser retido e recolhido pela empresa, não deve ser considerado quando se imputam os JSCP ao dividendo obrigatório (Simon et al., 2019).

Ademais, por se tratar de um setor altamente regulado, é comum a ocorrência de alterações em normativos que impactem diretamente na gestão das instituições financeiras, tal como a ocorrida em 2015, com a instituição da Lei nº 13.169 em 06 de outubro do referido ano, que elevou a alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para os bancos de quaisquer espécie, dentre outras instituições (Lei Complementar nº 105, 2001).

Essa mudança tributária entrou em vigor no ano de criação e aumentou a alíquota da CSLL das instituições financeiras para 20%. Como consequência, “o benefício tributário obtido na distribuição de juros sobre o capital próprio (JSCP) ficou maior para as companhias de setor financeiro em relação a outros setores, que permaneceram com a alíquota de 9%” (Simon et al., 2019, p. 110). Desta forma, essa mudança pode impactar na política de dividendos dos bancos, como verificado no estudo de Simon et al. (2019), no qual observaram que o incremento na alíquota de CSLL pode ter motivado os bancos a aumentarem a distribuição de dividendos via JSCP, o que influenciou na tomada de decisão sobre a política de dividendos dessas organizações. Assim, para controlar essa alteração tributária adotou-se a *dummy* TRIB igual a 1 se os dividendos e JSCP distribuídos referem-se ao período de 2015 a 2021.

Complementarmente, a gravidade do impacto da pandemia de Covid-19, que teve seu início reconhecido no último mês de 2019 e primeiro de 2020 no setor financeiro ainda é incerta. Conforme as constatações de Rachid et al. (2020), estimativas iniciais sugerem que o impacto sobre o ambiente macroeconômico provavelmente será ainda mais adverso do que os cenários de teste de estresse usados pela maioria das autoridades de supervisão para avaliar a adequação de capital das instituições financeiras. Objetivando garantir que o setor bancário pudesse continuar a financiar a economia real, possuindo capital suficiente para absorver possíveis choques, o Conselho Monetário Nacional (CMN) expediu a Resolução nº 4.820 em 29 de maio de 2020 (início da pandemia), que restringiu o limite de pagamento de dividendos por parte das Instituições Financeiras, que só poderiam repassar aos sócios e acionistas o valor mínimo estabelecido em seus respectivos estatutos. Posteriormente, a Resolução nº 4.885 de 23 de dezembro de 2020 do CMN alterou a medida anteriormente exposta, flexibilizando para que a distribuição de resultados pudesse ser realizada com um limite de até 30% do lucro líquido das instituições financeiras. Os efeitos dessas alterações, segundo Bacen (2022), são aplicáveis ao exercício de 2020. E por isso, utilizou-se uma *dummy* (RESTR) para controlar esse efeito sob a política de dividendos no ano de 2020.

Para analisar a política de dividendos dos bancos estudados, foram adotadas as variáveis *Dividend Yield* e o *Payout*. De acordo com Bradford et al. (2013) uma vantagem do uso do *Dividend Yield* é que uma medida de mercado – preço das ações – aparece no denominador, e essa medida evita distorções causadas por índices de *payout* muito grandes ou negativos observados para empresas cujo lucro líquido é próximo de zero ou negativo, respectivamente (Gul, 1999; Schooley & Barney, 1994).

A Figura 1 sintetiza as variáveis do estudo, desde as *proxies* de política de dividendos até as variáveis de controle utilizadas como instrumentos na estimação do GMM-Sistêmico. As variáveis foram selecionadas a partir de discussões ou achados dos estudos anteriores internacionais e nacionais destacados na última coluna da Figura 1, os quais investigaram determinantes da política de dividendos de empresas financeiras e não financeiras, bem como analisaram a política de dividendos como um mecanismo de minimização dos conflitos de agência considerando efeitos da compensação executiva.

Figura 1
Variáveis do estudo

| Sigla | Variável | Fórmula | Autor (es) |
|---|--|---|---|
| Proxies de Política de Dividendos – Variáveis dependentes | | | |
| <i>Payout</i> | Indicador de distribuição de dividendos | $\frac{(\text{Dividendos}_{i,t} + \text{JSCP}_{i,t})}{\text{Lucro líquido}_{i,t}}$ | Bhattacharyya et al.(2008a); Bhattacharyya e Elston (2009); Bradford et al. (2013); Burns et al. (2015); Simon et al. (2019). |
| <i>Dividend Yield</i> | Indicador da rentabilidade dos dividendos em relação ao preço da ação. | $\frac{((\text{Dividendos} + \text{JSCP}) \text{ por ação}_{i,t})}{\text{Preço da ação}_{i,t}}$ | Fenn e Liang (2001); Bhattacharyya et al. (2008a); Bradford et al (2013). |
| Proxy de Remuneração – Principal variável independente | | | |
| REM | Remuneração baseada em ações, incluindo opções de ações. | $\frac{(\text{Remuneração baseada em ações, incluindo opções de ações})}{\text{Remuneração Total}_{i,t}}$ | Fenn e Liang (2001); Burns et al. (2015). |
| Variáveis independentes de controle e instrumentos do modelo GMM-Sistêmico | | | |
| ROE | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | $\frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Patrimônio Líquido}_{i,t}}$ | Simon et al. (2019). |
| <i>Payout em t-1</i> | Estabilidade da política de dividendos ou persistência. | $Payout_{i,t-1}$ | Simon et al. (2019). |
| <i>Dividend Yield em t-1</i> | Estabilidade da política de dividendos ou persistência. | $Dividend Yield_{i,t-1}$ | Proposta pelo estudo. |
| ALAV | Alavancagem Alternativa | $\frac{[(AT_{i,t}/PL_{i,t}) - (AT_t/PL_t)]}{(AT_t/PL_t)}$ | Bradford et al (2013); Simon et al. (2019). |
| MB | Market-to-book. Oportunidade de Crescimento. | $\frac{\text{Valor de mercado}_{i,t}}{\text{Valor contábil do PL}_{i,t}}$ | Bhattacharyya et al. (2008a); Simon et al. (2019). |
| CONC | Concentração do Controle acionário | $\frac{TA \text{ do maior acionista}_{i,t}}{TA \text{ ordinárias}_{i,t}}$ | Bhattacharyya e Elston (2009); Simon et al. (2019). |
| FCO | Fluxo de Caixa Operacional | $\frac{\text{Lucro Operacional}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$ | Bhattacharyya et al. (2008a); Simon et al. (2019). |
| CONTR | Controle Privado ou Estatal | <i>Dummy</i> com valor = 1 quando o controle é privado, e 0 quando o controle é estatal. | Bradford et al (2013); Simon et al. (2019). |
| TRIB | Aumento de 20% na alíquota de CSLL a partir de 2015 para instituições financeiras. | <i>Dummy</i> com valor = 1 se os dividendos e JSCP distribuídos referem-se ao período de 2015 a 2021. | Lei nº 13.169 (2015); Simon et al. (2019). |
| RESTR | Período de restrição do pagamento de dividendos instituído pelo Bacen devido a Pandemia de Covid-19. | <i>Dummy</i> com valor = 1 se período corresponder ao ano de 2020. | Resolução CMN nº 4.820 (2020); Resolução CMN nº 4.885 (2020); Bacen (2022). |

Nota: AT = Ativo Total; PL = Patrimônio Líquido; TA = Total de Ações; IRRF = Imposto de Renda Retido na Fonte; Elaborado pelos autores.

3.2 Método dos Momentos Generalizados (GMM-Sistêmico) e Tratamento dos Dados

Para tratamento dos dados utilizou-se de planilhas do pacote Microsoft Excel, e do software Stata® 13 para execução dos modelos econométricos por meio do GMM-Sistêmico. As particularidades das variáveis do estudo foram analisadas através de técnicas de estatística descritiva (média, desvio-padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo) e correlação de Spearman, pois os dados não possuem distribuição normal avaliada pelo teste de Doornik-Hansen. A adoção do GMM-Sistêmico deve-se a sua capacidade de mitigar problemas de endogeneidade. Esta ocorre, como salientam Khandker et al. (2010), quando os regressores não são estritamente exógenos, existindo correlação entre as variáveis independentes e o termo de erro aleatório. A endogenia pode tornar os estimadores viesados ou inconsistentes (Barros et al., 2010) e derivar da simultaneidade, de erros de mensuração ou da omissão de variáveis.

Neste estudo, buscou-se mitigar o problema de simultaneidade ou causalidade reversa (a dúvida de quem é a causa e quem é o efeito), que surgem entre as *proxies* de política de dividendos (*Payout e Dividend Yield*), suas defasagens (as variáveis que mensuram a persistência da política e sua estabilidade ao longo do tempo e que tornam o painel analisado dinâmico) e a remuneração executiva. Burns et al. (2015) apontam, como é o caso de grande parte da pesquisa em finanças corporativas, que a questão da causalidade pode existir: a remuneração pode afetar a política de dividendos ou a política de dividendos pode direcionar o uso de remuneração de incentivo. Maiores remunerações poderiam levar aos gestores a melhorar a política de dividendos para os acionistas das organizações, ou de forma reversa, o fato de uma organização ter boa política de compensação aos acionistas ensejaria, conseqüentemente, em melhores compensações para seus gestores, portanto, tem-se a causalidade reversa.

Ademais, Simon et al. (2019) apontam que podem haver potenciais problemas de simultaneidade de causa e efeito entre *Payout* e o ROE, que é uma *proxy* identificada nas pesquisas anteriores como determinante da política de dividendos, e neste estudo foi empregada como variável de controle nos modelos. Assim, empregou-se o GMM-Sistêmico no intuito de mitigar esses problemas, e realizar uma estimação mais consistente dos modelos apresentados nas equações 1 e 2, elaborados a partir do objetivo do estudo e das variáveis apresentadas na Figura 1.

$$Payout_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Payout_{t-1} + \beta_2 REM_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 FCO_{i,t} + \beta_8 Dum_CONTR_{i,t} + \beta_9 Dum_TRIB_{i,t} + \beta_{10} Dum_RESTR_{i,t} + \beta_{11} Div_Yield_{i,t} + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Div_Yield_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_Yield_{t-1} + \beta_2 REM_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 FCO_{i,t} + \beta_8 Dum_CONTR_{i,t} + \beta_9 Dum_TRIB_{i,t} + \beta_{10} Dum_RESTR_{i,t} + \beta_{11} Payout + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Barros et al. (2010) evidenciam que o GMM mitiga endogenia com suposições da exogeneidade dos regressores de forma sequencial, e ainda que haja presença de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos este método é capaz de gerar estimativas com consistência e eficiência. Para sua validação, alguns pressupostos devem ser atendidos: (i) estacionariedade das séries, verificada pelo teste raiz unitária do tipo Fisher; (ii) ausência de autocorrelação de segunda ordem, observada pelo teste de autocorrelação de Arellano e Bond; (iii) exogeneidade dos instrumentos, avaliada pelos testes Sargan e Hansen; e (iv) validade do GMM-Sistêmico, ou seja, dos instrumentos empregados, via teste de Diferença de Hansen (Dif-Hansen). Além disso, os pressupostos básicos do modelo de regressão devem ser observados,

e estes foram avaliados via estimação do modelo por meio do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma *pooled* de dados em painel.

4. Análise dos Resultados

4.1. Estatística descritiva e correlação das variáveis

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo. Observando-se a variável *Payout*, percebe-se que, em média, no período analisado, os bancos da amostra distribuem 3,97 vezes o valor de seu lucro líquido, o que equivale a uma política de dividendos direcionada a distribuir os ganhos aos seus acionistas, corroborando o que foi constatado por Silva e Dantas (2015), que observaram que o setor bancário é um dos setores brasileiros que mais distribuem dividendos. No entanto, é preciso analisar com cautela, pois trata-se de uma amostra limitada a bancos de capital aberto e com diferentes portes e políticas, visto o elevado coeficiente de variação do *Payout*, de 3,27, ou seja, 327% de variação na dispersão dos dados.

Destaca-se, de forma adicional, o valor máximo do *Payout* de 84,10, que evidencia elevado índice de distribuição de dividendos por parte de um dos bancos da amostra. Esse banco não foi excluído da amostra para não serem perdidas observações e também em virtude de que o tratamento de *outliers* via *winsorização* não alterou os dados, sinalizando que as políticas de dividendos dos bancos brasileiros apresentam comportamentos variados, que pode ser um evento derivado de suas peculiaridades e funções frente a economia do país. A variável *Payout* em t-1 apresenta comportamento próximo ao tempo corrente, revelando indícios de estabilidade e persistência na política de dividendos dos bancos ao longo do período analisado.

Tabela 1

Estatística descritiva das variáveis

| | <i>Payout</i> | <i>Payout em t-1</i> | <i>Dividend yield</i> | <i>Dividend yield em t-1</i> | REM | ROE | ALAV | MB | CONC | FCO |
|--------|---------------|----------------------|-----------------------|------------------------------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|
| N | 208 | 208 | 200 | 201 | 216 | 209 | 216 | 205 | 214 | 216 |
| Média | 3,973 | 4,304 | 0,346 | 0,376 | 0,163 | 0,139 | -1,336 | 1,125 | 68,577 | 0,026 |
| DP | 13,001 | 13,362 | 1,382 | 1,423 | 0,310 | 0,073 | 3,882 | 0,685 | 29,463 | 0,037 |
| CV | 3,272 | 3,104 | 3,994 | 3,789 | 1,906 | 0,524 | -2,905 | 0,608 | 0,430 | 1,435 |
| Mínimo | 0,013 | 0,013 | 0,003 | 0,003 | 0,00 | 0,005 | -43,181 | 0,246 | 9,861 | -0,220 |
| Máximo | 84,108 | 84,108 | 11,735 | 11,735 | 1,00 | 0,398 | 0,531 | 4,140 | 100 | 0,171 |

Nota. N = nº de observações; DP = Desvio-padrão; CV = Coeficiente de Variação

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Em consonância, a variável *Dividend Yield* apresentou um coeficiente de variação tão expressivo quanto o *Payout*, o que demonstra que na amostra analisada a rentabilidade dos dividendos pagos em relação a preço das ações tem uma dispersão de 399%, sendo a maior da amostra. Em média, a rentabilidade dos dividendos pagos pelos bancos brasileiros é de 34,6% do preço de suas ações. Desta forma, os acionistas das instituições bancárias analisadas estão recebendo uma parcela expressiva de distribuição de lucros e alcançando taxa de rentabilidade com variação alta entre os bancos, o que também pode ter relação com a diferença de tamanho das grandes instituições financeiras brasileiras e as oportunidades de crescimento delas em relação às instituições menores. A defasagem da *proxy* de rentabilidade dos dividendos demonstrou comportamento similar ao *Dividend Yield*.

A prática de remuneração dos executivos foi observada por meio de uma variável que mensura a proporção de remuneração baseada em ações, que incluem as opções de ações, em relação ao total de compensação paga aos diretores executivos no período analisado. A compensação dos diretores bancários no Brasil, em média, corresponde 37,6% de sua

remuneração total, com variação de 191% e pode representar 100% da remuneração dos diretores executivos, como observado em alguns períodos e bancos da amostra, visto que o valor máximo da *proxy* REM é igual a 1. Tais valores demonstram diferentes estratégias de remuneração dos gestores entre essas organizações, que podem ocasionar diferentes impactos na política de dividendos dos bancos brasileiros.

Analisando as demais variáveis de controle, verificou-se que em média, os bancos apresentaram uma Rentabilidade do Patrimônio líquido (ROE) de 13,9%, com coeficiente de variação de 0,524. A alavancagem alternativa (ALAV), conforme Simon et al. (2019) compara a alavancagem de um banco em relação aos demais, visto que considera a média da amostra. Esta variável apresentou coeficiente de variação de 2,91 e um valor médio de 133%, ambos negativos, ou seja, os bancos da amostra (equivalentes ao setor bancário) são altamente alavancados. Em média, as instituições analisadas apresentam uma alavancagem desproporcional em relação aos seus pares, o que pode afetar a política de dividendos, como discutem Weber (2008) e Simon et al. (2019).

O *Market-to-book* (MB) demonstra que o valor de mercado dos bancos, em média, é 1,13 vezes maior que o valor contábil do patrimônio líquido, com dispersão de 61%, diante dos diferentes portes de bancos analisados. O Fluxo de Caixa Operacional médio dessas instituições corresponde a 2,6% de seu ativo total, com variação de 143% na amostra analisada. Por sua vez, a variável de concentração do controle acionário (CONC), demonstrou que o acionista majoritário do banco detém, em média, 68,58% do total de ações ordinárias, e como essa variável apresentou uma variação entre os bancos analisados de 43%, a menor dispersão entre as variáveis, os resultados revelam a alta concentração de controle do setor.

Além das *proxies* apresentadas na Tabela 1, empregou-se *dummies* para captar o efeito do tipo de controle (estatal ou privado) sob a política de dividendos, bem como o efeitos de mudanças normativas sob a distribuição desses proventos, como as ocorridas a partir de 2015 com o aumento da alíquota da CSLL e consequente alteração dos benefícios sobre JSCP, e a restrições de distribuição dos resultados no ano de 2020 devido a pandemia de Covid-19. Os resultados das regressões podem confirmar se essas diferenças de controle e alterações normativas afetaram a política de dividendos do setor bancário no período analisado.

Tabela 2

Correlações entre as variáveis

| | PAY | PAY t-1 | DY | DY t-1 | REM | ROE | ALAV | MB | CONC | FCO |
|----------------|--------|------------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| PAY | 1 | | | | | | | | | |
| PAY t-1 | 0,739 | 1,000 | | | | | | | | |
| DY | 0,817 | 0,689 | 1,000 | | | | | | | |
| DY t-1 | 0,684 | 0,864 | 0,797 | 1,000 | | | | | | |
| REM | -0,022 | -0,058 | -0,023 | -0,058 | 1,000 | | | | | |
| ROE | -0,286 | -0,229 | -0,082 | -0,191 | 0,091 | 1,000 | | | | |
| ALAV | 0,056 | 0,054 | 0,072 | 0,095 | 0,267 | 0,245 | 1,000 | | | |
| MB | 0,127 | 0,024 | -0,064 | -0,097 | 0,053 | 0,568 | 0,120 | 1,000 | | |
| CONC | 0,029 | 0,014 | 0,038 | 0,017 | -0,012 | -0,027 | -0,120 | -0,005 | 1,000 | |
| FCO | 0,239 | -0,193 | -0,125 | -0,135 | -0,216 | 0,333 | -0,500 | 0,158 | 0,199 | 1,000 |

Nota: PAY = Payout; DY = Dividend yield; REM = Remuneração baseada em ações; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; ALA = Alavancagem Alternativa; MB = Market-to-book; CONC = Concentração do Controle acionário; FCO = Fluxo de Caixa Operacional.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Destarte, a Tabela 2 demonstra as correlações de Spearman entre as variáveis analisadas. As maiores correlações observadas são entre as *proxies* que mensuram a política de dividendos



(*Payout* e *Dividend Yield*), com associação positiva de 0,817. De modo semelhante, as variáveis que mensuram desempenho (ROE e MB) apresentaram correlação de 0,568. A variável Remuneração, apesar de apresentar coeficientes baixos de correlação com as *proxies* de política de dividendos, demonstra associação negativa com as mesmas, o que coaduna com o esperado pela literatura da área, e pode representar indícios de como ocorre essa relação no contexto do setor bancário brasileiro.

4.2. Análise da relação entre remuneração e a política de dividendos

Os modelos apresentados na metodologia foram estimados pelo método do GMM-Sistêmico, considerando cada uma das *proxies* de política de dividendos e as respectivas variáveis necessárias à estimação desses modelos. Os resultados encontram-se na Tabela 3, que também apresenta os resultados dos testes de validação e robustez, realizados tanto na forma *pooled* quanto no GMM-Sistêmico.

Nos dois modelos avaliados observou-se que não existe problema de multicolinearidade, os dados não seguem distribuição normal e apresentam heterocedasticidade. Tais características são suportadas pelo GMM-Sistêmico, que, por sua vez, apresentou todos os seus pressupostos atendidos e validados: as variáveis são estacionárias (com exceção da *proxy* de remuneração), não apresentam autocorrelação de segunda ordem, os instrumentos são exógenos e o GMM-Sistêmico é válido nos dois modelos propostos. A não estacionariedade da *proxy* de remuneração não inviabiliza a aplicação do modelo, pois em conjecturas mais fracas consiste em uma condição suficiente, mas não indispensável para estimação do modelo (Barros et al., 2010).

No modelo 1, cuja *proxy* de política de dividendos é a variável *Payout*, foram estaticamente significativas apenas as variáveis Remuneração (REM), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Market-to-book (MB), Concentração do Controle Acionário (CONC) e Restrição de Distribuição de Resultados (RESTR). A variável principal de investigação do presente estudo, a Remuneração Executiva, estatisticamente significativa ao nível de significância de 5%, demonstrou-se negativamente relacionada com o índice de distribuição de dividendos dos bancos, ou seja, tal como evidencia a literatura (Fenn & Liang, 2001; Burns et al., 2015), à medida em que se aumente a remuneração baseada em ações oferecida aos gestores, o índice de distribuição de dividendos tende a diminuir e mais lucros são retidos pela gestão. O que pode ser uma estratégia para sinalizar lucros futuros ou atender aos níveis de capital das regulações.

Da mesma forma que a remuneração, o ROE afeta negativamente o *Payout* dos bancos analisados. Na prática estatística à medida em que a rentabilidade do patrimônio cresce em 1%, o nível de distribuição de dividendos seria reduzido em 34%. Esse resultado pode estar atrelado à teoria de sinalização e ao papel do banco na sociedade. Em instituições financeiras muito rentáveis o excedente de lucro pode ser direcionado para elevar o nível de capital, melhorando assim o índice de Basileia, o que pode contribuir para o seu crescimento, e, desta forma, as instituições optam por distribuir menos dividendos. Contudo, aquelas instituições menos rentáveis podem utilizar a distribuição de dividendos como um sinalizador ao mercado de bons resultados futuros (Simon et al., 2019), o que pode ter ocorrido com os bancos da amostra, visto que sua Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) média foi de 13,9%, com coeficiente de variação de 0,524. Além disso, no segundo modelo (*Dividend Yield*) observou-se uma relação positiva entre a rentabilidade dos bancos e a rentabilidade dos dividendos frente ao mercado, comportamento ambíguo que pode ser explicado pela adoção de estratégias de sinalização.

Tabela 3

Estimação dos modelos por meio do GMM-Sistêmico

| Variáveis Dependentes | Modelo 1 | | Modelo 2 | |
|---|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|
| | Payout | | Dividend Yield | |
| Estatísticas das Variáveis | Coefficiente | Erro padrão Robusto | Coefficiente | Erro padrão Robusto |
| Intercepto | 0,160 | 1,676 | -0,704 | 0,430* |
| <i>Payout</i> em t-1 | 0,083 | 0,086 | | |
| <i>Div_Yield</i> em t-1 | | | 0,934 | 0,406** |
| REM | -1,718 | 0,744** | 0,276 | 0,161* |
| ROE | -34,174 | 12,911*** | 6,823 | 2,217*** |
| ALAV | -0,046 | 0,214 | -0,0438 | 0,0375 |
| MB | 3,420 | 1,712** | -0,3515 | 0,2199 |
| CONC | 0,034 | 0,018* | -0,0015 | 0,0032 |
| FCO | 7,651 | 12,377 | -13,017 | 7,21* |
| CONTR | 0,640 | 1,034 | 0,3275 | 0,2404 |
| TRIB | -0,890 | 0,863 | 0,1565 | 0,088* |
| RESTR | -1,389 | 0,580** | 0,1620 | 0,067** |
| <i>Payout</i> | | | 0,0798 | 0,045* |
| <i>Div_Yield</i> | 4,482 | 1,838** | | |
| Testes - Estimação por Pooled | | | | |
| VIF médio | 1,76 | | 1,66 | |
| RESET | Estat. F | Prob. Estat F | Estat. F | Prob. Estat F |
| | 30,28 | 0,000*** | 19,74 | 0,000*** |
| Breusch-Pagan | Estat. χ^2 | Prob. Estat. χ^2 | Estat. χ^2 | Prob. Estat. χ^2 |
| | 645,44 | 0,000*** | 1804,34 | 0,000*** |
| Doornik-Hansen | D-H | Prob. Estat. χ^2 | D-H | Prob. Estat. χ^2 |
| | 106,25 | 0,000*** | 1126,38 | 0,000*** |
| Testes - Estimação via GMM-Sistêmico | | | | |
| Arellano-Bond AR(1) | Z | Pr> z | Z | Pr> z |
| | -0,76 | 0,45 | -1,12 | 0,264 |
| Arellano-Bond AR(2) | Z | Pr> z | Z | Pr> z |
| | 1,39 | 0,164 | -1,01 | 0,312 |
| Teste de Sargan | χ^2 | Prob> χ^2 | χ^2 | Prob> χ^2 |
| | 16,33 | 0,36 | 101,44 | 0,023 |
| Teste de Hansen | χ^2 | Prob> χ^2 | χ^2 | Prob> χ^2 |
| | 3,97 | 0,998 | 3,29 | 1 |
| Teste Dif-Hansen | χ^2 | Prob> χ^2 | χ^2 | Prob> χ^2 |
| | 3,96 | 0,861 | 0,38 | 1 |
| Nº de Observações | 194 | | 195 | |
| Nº de Grupos | 18 | | 17 | |
| Nº de Instrumentos | 27 | | 87 | |

Nota. * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. *Div_Yield* = *Dividend Yield*; REM = Remuneração baseada em ações; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; ALAV = Alavancagem Alternativa; MB = Market-to-book; CONC = Concentração do Controle Acionário; FCO = Fluxo de Caixa Operacional; CONTR = Controle privado ou estatal; TRIB = mudança tributária a partir de 2015; RESTR = restrição de distribuição de resultados em 2020.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

As variáveis MB e CONC, significativas ao nível de significância de 5% e 10%, respectivamente, afetam positivamente o *Payout* dos bancos, demonstrando que quanto maiores a concentração de poder acionário e as oportunidades de crescimento dos bancos do mercado brasileiro, maior tende a ser a distribuição de dividendos. De acordo com Burns et al. (2015), oportunidades de crescimento podem influenciar a interação entre proteção ao investidor, compensação de incentivo e *payout*, no sentido de que empresas com melhores opções de



crescimento podem pagar mais dividendos para manter uma reputação favorável junto aos acionistas minoritários ao distribuírem excesso de fluxo de caixa livre. Como salientam Simon et al. (2019), em um país como o Brasil, onde a concentração acionária é uma característica que prevalece, a influência positiva dessa *proxy* sobre a política de dividendos era esperada e indica a adoção dos dividendos como forma de minimizar problemas de agência. Bhattacharyya e Elston (2009) também detectaram relação positiva entre concentração e índice de distribuição de dividendos.

Já a *dummy* de restrição de distribuição dos resultados no de 2020 (RESTR) demonstrou-se significativa a 5% e captou um efeito negativo dessa mudança na política de dividendos dos bancos, cumprindo assim o objetivo de garantir que o setor bancário pudesse continuar a financiar a economia real, possuindo capital suficiente para absorver possíveis choques da pandemia de Covid-19 no referido ano, como estabelecido pelo Bacen e alinhado as diretrizes do Comitê de Basileia.

Por sua vez, o modelo 2, que tem como *proxy* de política de dividendos o *Dividend Yield*, apresentou como significativas estatisticamente as variáveis *Dividend Yield* em t-1, REM, ROE, FCO, TRIB, RESTR, *Payout* e o intercepto do modelo, ao nível de significância de 5%. A primeira variável apresentou relação positiva e evidenciou a estabilidade da política de dividendos adotada pelas instituições bancárias no período analisado, ou seja, há sinais de persistência em seu comportamento. Logo, os bancos brasileiros tendem a manter a sua política de distribuição de resultados ao longo dos anos, exceto quando mudanças normativas impactam nessa decisão, como a ocorrida em 2020 como as resoluções do Conselho Monetário Nacional (Resolução CMN nº 4.820/2020 e Resolução CMN nº 4.885/2020) que alteraram o nível de distribuição, e cujos efeitos, segundo Bacen (2022), são aplicáveis ao exercício de 2020 e, por isso, utilizou-se uma *dummy* (RESTR) para controlar esse efeito sob a política de dividendos no ano de 2020. Tal restrição afetou negativamente a proporção de dividendos distribuídos em relação ao lucro (modelo 1), mas positivamente a taxa de rentabilidade dessa distribuição em relação ao preço das ações (modelo 2). Como a restrição afetou diretamente a distribuição de resultados, a proporção de dividendos a serem distribuídos foi impactada, minimizando o valor desse índice. No caso da rentabilidade dos dividendos, a mesma está atrelada ao valor de mercado dos bancos, que sofreu uma redução no ano de 2020 devido a vários fatores, incluindo a pandemia, o que pode ter ocasionado o incremento da rentabilidade gerado no ano de restrição, dada a relação positiva detectada no modelo 2.

A remuneração (REM) demonstrou-se significativa no segundo modelo, porém com o sinal positivo, indicando que quanto maior a remuneração dos gestores dos bancos, existe a tendência de aumento da rentabilidade dos dividendos recebidos pelos acionistas dessas organizações em relação ao preço das mesmas. Em termos de rentabilidade de mercado, vislumbrando o preço da ação e os resultados distribuídos com base neste e a remuneração executiva aqui analisada, a distribuição de dividendos tem sido proveitosa ao acionista dos bancos analisados, à medida em que melhor compensam seus gestores, melhor também a compensação via distribuição de lucros que recebem frente ao preço de suas ações. Tais resultados não vão de encontro aos de Feen e Liang (2001), que identificaram uma relação negativa entre remuneração e *Dividend Yield*, porém considerando os incentivos concedidos pelo nível de ações e opções de ações detidas por executivos como sendo o percentual das ações em circulação, o que pode ter gerado a diferença de comportamento entre as pesquisas. Por outro lado, Bhattacharyya et al. (2008a) argumentam que o *Dividend Yield* é mais influenciado pelos movimentos do mercado de ações e está menos sob o controle dos gestores. Razão pela qual, no período analisado, detectou-se tal efeito da remuneração sobre a rentabilidade dos dividendos.



A Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) afetou positivamente a rentabilidade dos dividendos, contrário ao que foi identificado para o modelo considerando a *proxy Payout*. Reforça-se que o comportamento ambíguo nos modelos pode decorrer do uso das estratégias de sinalização de resultados futuros. Nesse sentido, Kauko (2012) salienta que o modo como os *stakeholders* percebem as instituições financeiras influenciam demasiadamente na rentabilidade e a factibilidade das mesmas, por isso as decisões que cercam a definição da política de dividendos detêm um importante conteúdo informacional, que podem ser transmitidos de forma implícita aos usuários da informação contábil dessas instituições. Assim, a prática de sinalização de resultados se torna uma prática útil e atraente aos bancos.

No que tange as *proxies* de Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e de mudança de tributação da CSLL a partir de 2015 (TRIB), foram significativas ao nível de 10% de significância. Nesse caso, FCO afetou negativamente a rentabilidade dos dividendos, diferente do que é defendido por Jensen (1986), que argumenta que as empresas com maior quantidade de fluxo de caixa livre têm maior flexibilidade em suas políticas de dividendos, de tal forma que organizações com alto fluxo de caixa livre possuem mais dinheiro para remunerar os acionistas (Jensen, 1986). No entanto, na ótica dos bancos, que possuem características anticíclicas, principalmente em momentos de crise, e considerando a política de sinalização, o fluxo de caixa demonstrou relação contrária ao proposto por Jensen (1986).

Por sua vez, a *proxy* TRIB, que está relacionada ao benefício tributário obtido na distribuição JSCP com a mudança tributária a partir de 2015, confirmou o efeito positivo captado pela *dummy* em que houve um incremento de 0,16 na rentabilidade dos dividendos dos bancos analisados neste estudo no período 2015 a 2021, tal como verificado no estudo de Simon et al. (2019), no qual observaram que o incremento na alíquota de CSLL pode ter motivado os bancos a aumentarem a distribuição de dividendos via JSCP, o que influenciou na tomada de decisão sobre a política de dividendos dessas organizações. Finalmente, o *payout*, como já indicado na análise de correlação, apresentou relação positiva com o *dividend yield* e, portanto, quanto maior o índice de distribuição, maior a rentabilidade alcançada pelos bancos analisados.

Lepetit et al. (2017) destacam que os bancos tendem a distribuir mais dividendos pois possuem uma alavancagem alta e heterogênea, e, por isso, não necessitam reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros. No entanto, nos dois modelos analisados, a alavancagem não foi significativa estatisticamente. E, desta forma, não foi possível identificar essa variável como uma forma de influência na política de dividendos dessas organizações.

Assim, considerando os diferentes comportamentos apresentados pela remuneração executiva frente às *proxies* de política de dividendos, o resultado obtido foi bidirecional. O índice de distribuição de dividendos tende a reduzir à medida em que a remuneração executiva com base em ações aumenta, porém a rentabilidade dos dividendos frente ao preço das ações aumenta, o que leva à discussão de que quando compensações baseadas em ações são concedidas aos gestores, eles se preocupariam com os sinais enviados ao mercado, o que justificaria a distribuição de dividendos observados na amostra, que foi 3,97 vezes maior que o lucro líquido alcançado pelas instituições bancárias, vislumbrado sinalizar um bom desempenho ao mercado.

5. Considerações Finais

As decisões relacionadas a política de dividendos das empresas são relevantes no contexto gerencial e de finanças corporativas, pois relacionam-se às decisões sobre quais recursos serão destinados para os investidores e quais fundos serão retidos pela empresa com a finalidade de investimento. Concomitantemente, a política de dividendos pode também fornecer informações às partes interessadas sobre o desempenho da empresa e, adicionalmente,



pode funcionar como mecanismo de sinalização ao mercado (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002). Outro aspecto é lembrado por Foong, Zakaria e Tan (2007), que ressaltam que os investimentos feitos por uma empresa determinam os lucros futuros e dividendos potenciais futuros, e que a política de dividendos influencia também o custo de capital.

No referido contexto, Agyei e Yiadom (2011) afirmam que a maioria dos estudos sobre a temática examinou a política de dividendos em empresas de maneira geral, sem focar em um determinado setor. Além disso, a maior parte da literatura sobre política de dividendos utiliza dados de instituições não financeiras, com poucos trabalhos em instituições financeiras. A presente pesquisa contribuiu para a literatura relacionada às políticas de dividendos e sua relação com a compensação executiva, fornecendo *insights* acerca de como essas variáveis se associam, no contexto brasileiro, considerando como objeto de análise as instituições bancárias, que possuem participação relevante no mercado de capitais e na economia, de forma ampla.

O objetivo dessa pesquisa consistiu em verificar a relação entre a política de dividendos e a remuneração baseada em ações no contexto bancário brasileiro e, especificamente, buscou-se analisar a influência da compensação, enquanto incentivo variável da gestão executiva, sobre o *Payout* e a rentabilidade dos dividendos (*Dividend Yield*) dos bancos listados na Brasil, Bolsa e Balcão (B³) no período de 2010 a 2021. A metodologia baseou-se, essencialmente, na utilização do modelo GMM-Sistêmico, que fundamentou suas estimações em dados de 18 instituições bancárias. Para cada medida que capturou a política de dividendos dos bancos (*Dividend Yield e Payout*), foram analisadas as variáveis de interesse e de controle: Remuneração (REM), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Market-to-book (MB), Concentração do Controle Acionário (CONC), Restrição de Distribuição de Resultados (RESTR), Alavancagem Alternativa (ALAV), Fluxo de Caixa Operacional (FCO), a mudança de tributação da CSLL a partir de 2015 (TRIB) e o Controle Privado ou Estatal (CONTR).

Considerando os dois modelos analisados bem como as suas respectivas *proxies* de políticas de dividendos, observou-se que as relações encontradas, no que se refere à variável explicativa de interesse do presente estudo (REM), foram bidirecionais: No modelo 1 a Remuneração Executiva baseada em ações demonstrou-se negativamente relacionada com o índice de distribuição de dividendos dos bancos (*Payout*) e, paralelamente, no modelo 2 a variável (REM) apresentou um sinal positivo, indicando que um aumento da remuneração dos gestores dos bancos leva a uma variação no mesmo sentido da rentabilidade dos dividendos recebidos pelos acionistas dessas organizações em relação ao preço das mesmas. O resultado para o índice de pagamento de dividendos está alinhado com as pesquisas anteriores realizadas em diferentes ambientes institucionais, mas é divergente no que tange a rentabilidade dos dividendos, à qual é influenciada pelos movimentos do mercado de ações, que não estão sob o controle dos gestores, assim como a remuneração que se baseia no preço da ação.

No que se refere às análises das variáveis de controle empregadas, concluiu-se, de forma sucinta, por meio dos resultados dos GMM-Sistêmicos estimados, que em ambos os modelos as variáveis ROE e RESTR foram significativas, porém apresentaram sinais inversos para cada um dos modelos. De forma adicional, as variáveis MB e CONC foram significativas para explicar a política de dividendos que considera a *proxy Payout*; e as variáveis *Dividend Yield* defasada, FCO, TRIB e *Payout* foram significativas quando se considera o *Dividend Yield* para avaliar a política de dividendos, o que aponta para comportamentos distintos ao se considerar variáveis de rentabilidade de dividendos ou de volume de distribuição, alternativamente. Tais achados corroboram os argumentos e achados de Bhattacharyya e Elston (2009), Burns et al. (2015) e Simon et al. (2019) e, por outro lado, confrontam as conclusões de Feen e Liang (2001) e Jensen (1986).

A amostra restrita constitui-se em uma limitação deste estudo. Para pesquisas futuras, sugere-se uma análise que realize o desmembramento da compensação por incentivo de capital em seus componentes: baseada em ações e por opções de ação, bem como outras remunerações variáveis e, inclusive, a fixa. Uma vez que o formulário de referência divulga as informações sobre remuneração baseada em ações e opções de ações de forma conjunta, optou-se no presente estudo por analisar a remuneração total baseada em ações paga aos executivos, a fim de captar o seu efeito sobre a política de distribuição de dividendos no setor bancário. Um ponto de análise adicional seria a influência das recompras de ações. Fatores como o monitoramento por agências reguladoras, conselho de administração e níveis de alavancagem podem ser analisados como mecanismos de governança. Ademais, análises que comparem diferentes estruturas institucionais poderiam oferecer novas descobertas sobre a validade da relação de política de dividendos e incentivos gerenciais na resolução de problemas de agência.

Referências

- Aboody, D.; Kasznik, R. (2008). Executive stock-based compensation and firms' cash *payout*: the role of shareholders' tax-related *payout* preferences. *Review of Accounting Studies*, 13, 216–251. Recuperado de <<https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-008-9068-1>>
- Ashraf, B. N., Bibi, B., & Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer? *Economic Modelling*, 57, 281-293. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.005>>.
- Agyei, S. K., & Marfo-Yiadom, E. (2011). Dividend policy and bank performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 202-207. Doi: <[10.5539/ijef.v3n4p202](https://doi.org/10.5539/ijef.v3n4p202)>.
- Bhattacharyya, N. (2007). Good Managers Invest More and Pay Less Dividends: a Model of Dividend Policy. *Advances in Financial Economics*, 12, 91-117. Doi: <[https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(07\)12005-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(07)12005-3)>.
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., & Morrill, C. (2008a). Dividend *payout* and executive compensation: theory and evidence. *Accounting & Finance*, 48(4), 521-541. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2007.00255.x>>.
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., & Morrill, C. (2008b). Dividend *Payout* and Executive Compensation: Theory and Canadian Evidence. *Managerial Finance*, 34, 585-601. Doi: <<https://doi.org/10.1108/03074350810874091>>.
- Bhattacharyya, N., & Elston, J. A. (2009). Dividends, Executive Compensation, and Agency Costs: Empirical Evidence from Germany. *SSRN Electronic Journal*. Doi: <[10.2139/ssrn.1362024](https://doi.org/10.2139/ssrn.1362024)>.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3ª ed.). John Wiley & Sons, Chichester.
- Banco Central do Brasil (Bacen). (2019). Relatório de estabilidade financeira, 8 (1). Recuperado de <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/201904/RELESTAB201904-refPub.pdf>>
- Banco Central do Brasil (Bacen). (2022). Perguntas Frequentes (FAQ) - Resolução nº 4.820. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faq_resolucao4820>



- Barros, L. A. B. C., Castro, F. H. Jr., Silveira, A. D. M., & Bergmann, D. R. (2010) A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. *Working paper*. Social Science Research Network. Recuperado de <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187>.
- Bradford, W.; Chen, C.; & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 445–464. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.003>>.
- Brasil. (2001). Lei Complementar nº 105 de 10 de janeiro de 2001. Recuperado de <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm>.
- Brasil. (2015). Lei nº 13.169 de 06 de outubro de 2015. Recuperado de <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113169.htm>.
- Brown, J.; Liang, N.; & Weisbenner, S. (2007). Executive financial incentives and *payout* policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut. *The Journal of Finance*, 62, 1935–1965. Recuperado de <<https://www.jstor.org/stable/4622321>>.
- Buch, C. M.; & DeLong, G. (2008). Do weak supervisory systems encourage bank risk-taking?. *Journal of Financial Stability*, 4 (1), 23-39. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jfs.2007.12.002>>.
- Burns, N., McTier, B. C., & Minnick, K. (2015). Equity-incentive compensation and *payout* policy in Europe. *Journal of Corporate Finance*, 30, 85-97. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.019>>.
- Cesari, A., & Ozkan, N. (2015). Executive Incentives and *Payout* Policy: Empirical Evidence from Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55(1), 70-91. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.011>>.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2012). Deliberação CVM nº 683 de 30 de agosto de 2012. Recuperado de <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli683.html>>.
- Conselho Monetário Nacional (CMN). (2020). Resolução nº 4.820, de 29 de maio de 2020. Disponível em: Recuperado de <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-n-4.820-de-29-de-maio-de-2020-259636019>>.
- Conselho Monetário Nacional (CMN). (2020). Resolução nº 4.885, de 23 de dezembro de 2020. Recuperado de <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4885>>.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; & Stulz, R. M. (2004) Dividend policy, agency costs, and earned equity. NBER Working Paper nº 10599. Recuperado de <<http://ssrn.com/abstract=558747>>.
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001). Corporate *payout* policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45–72. Recuperado de <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00039-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00039-3)>.
- Foong, S. S., Zakaria, N. B. and Tan, H. B. (2007). Firm Performance and Dividend-Related Factors: the case of Malaysia. *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, 5, 97-111. Recuperado de <<https://jurcon.ums.edu.my/ojums/index.php/lbibf/article/view/1441>>.



- Gambacorta, L., Oliviero, T., & Shin, H. S. (2020). Low price-to-book ratios and bank dividend *payout* policies. *Bank for International Settlements*, 907. Recuperado de <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3761864>.
- Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5 (2), p. 141-168. Doi: <[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(99\)00003-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(99)00003-6)>.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691. Doi: <<https://doi.org/10.1162/003355398555702>>.
- Instrução Normativa nº 480. (2009, 07 dezembro). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado de <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers *The American Economic Review*, 76, p. 323-339. Recuperado de <<https://www.jstor.org/stable/1818789>>.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070. Doi: <<https://doi.org/10.2307/2328394>>.
- Khandker, S. R., Koolwal, G. B., & Samad, H. A. (2010). Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices. Washington D. C: The World Bank.
- Kauko, K. (2012). Why Is Equity Capital Expensive for Banks? Bank of Finland Research Discussion Paper, Helsinki.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; & Shleifer, A. (1999), Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54, p. 471-517. Doi: <<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>>.
- Lambert, R. A., Lanen, W. N., & Larcker, D. F. (1989). Executive stock option plans and corporate dividend policy. *Journal of financial and quantitative analysis*, 24(4), 409-425. Doi: <<https://doi.org/10.2307/2330976>>.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F., & Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), p. 438-461. Doi: <<https://doi.org/10.2307/2393375>>.
- Lepetit, L.; Meslier, C.; & Wardhana, L. I. (2017). Reducing agency conflict through bank dividend *payout* decisions: the role of opacity and ownership structure. *Applied Economics*, 49, p. 4999-5026. Doi: <<https://doi.org/10.1080/00036846.2017.12965561>>.
- Martins, G., & Théophilo, C. R. (2016). Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Matias, A. B.; Quaglio, G. M.; Lima, J. P. R.; & Sehn, J. G. G. (2014). Rentabilidade no setor bancário: uma análise comparativa entre Bancos Brasileiros e Norte-Americanos. *Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad (GCG)*, 8 (2), p. 70-86. Recuperado de <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=511851341005>>.
- Matos, J. A. (2001). Theoretical foundations of corporate finance. Princeton University Press.



- Mendonça, D. J., & Souza, J. A. (2017). Análise da relação entre eficiência e rentabilidade em instituições financeiras bancárias brasileiras: um estudo utilizando análise envoltória de dados (DEA). Encontro Nacional de Engenharia de Produção, XXXVII, Joinville, SC, Brasil.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Recuperado de <<https://www.jstor.org/stable/2351143>>.
- Miller, M. H., & Rock, k. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. Doi: <10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.
- Rachid, A., Caio, F., Jociene, A., & Riedweg, L. (2020). Restriction of banks' capital distribution during the COVID-19 pandemic (Dividends, share Buybacks, and bonuses). *Monetary and Capital Markets*, 11, 1–8.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W.; Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance* (6ª ed.), McGraw-Hill Companies
- Schooley, D. K.; & Barney, L.D. (1994), Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research*, 17, p. 363-373. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1994.tb00198.x>>.
- Silva, A. O.; & Dantas, J. A. (2015). Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5 (4), p. 43-63. Doi: <10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63>.
- Silva, S. S., Silva, J. O., & Santos, T. R. (2017). Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. *XIV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo.
- Simon, M. L. A., Procianoy, J. L., & Decourt, R. F. (2019). Fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(2), 87-116.
- Souza, J. R. (2019). Remuneração variável e desempenho corporativo: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2017. [Dissertação de Mestrado]. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. Departamento de Ciências Contábeis. Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165. Doi: <[https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9)>.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. (Princeton University Press, Princeton, NJ).
- Viana Junior, D. B. C. V., & Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25-44.
- Weber, R. A. (2008). Política de Dividendos no Setor Bancário Brasileiro. [Dissertação de Mestrado]. Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.