



**Editor Responsável:** Rodrigo de Souza Gonçalves  
Andrea de Oliveira Gonçalves  
**Editor Associado:** Vitor Leone  
**Processo de Avaliação:** Double Blind Review pelo SEER/OJS

## Política de Dividendos e Remuneração de Executivos em Bancos Brasileiros

### RESUMO

**Objetivo:** verificar a relação entre a política de dividendos e a remuneração baseada em ações no contexto bancário brasileiro.

**Método:** estimou-se modelos via GMM-Sistêmico, em uma amostra de instituições bancárias que possuem ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>) considerando o período de 2010 a 2021.

**Originalidade/Relevância:** bancos realizam atividades que movimentam e contribuem para o desenvolvimento de um país e, paralelamente, decisões equivocadas tomadas pela gestão estão sujeitas a riscos sociais e econômicos com potencial de provocar efeitos em toda a economia. Apesar disso, estudos sobre a relação entre dividendos e remuneração de executivos em instituições bancárias ainda é incipiente.

**Resultados:** os principais achados sugerem um comportamento bidirecional: a Remuneração Executiva demonstrou-se positivamente relacionada ao *Payout* e, paralelamente, apresentou uma associação negativa com o *Dividend Yield*. O resultado para o *Dividend Yield* está alinhado com pesquisas anteriores realizadas em diferentes ambientes institucionais, mas é divergente no que tange ao *Payout*.

**Contribuições Teóricas/Metodológicas:** analisar dividendos e remuneração se mostra relevante por contribuir com o debate de como essas variáveis podem influenciar a sua governança e como tal relação ocorre no contexto brasileiro.

**Contribuições Sociais/para a Gestão:** o estudo da política de dividendos de instituições bancárias contribui com a sociedade já que os bancos têm participação relevante tanto no mercado de capitais, como na economia do país.

**Palavras-chave:** Política de dividendos, Remuneração executiva, Bancos.

#### How to Cite (APA)

Souza, J. R., Oliveira, J. G., Santos, L. S. Z., & Pinheiro, J. L. (2023). Política de Dividendos e Remuneração de Executivos em Bancos Brasileiros. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 26 (3), 311-344. <http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v26i3.3041>

---

Juliana Ribeiro Souza   
Universidade Federal de Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brasil  
julianaribeiro.jrs@gmail.com

Joice Garcia de Oliveira   
Universidade Federal de Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brasil  
joicegarciacco@gmail.com

Lua Syrma Zaniah Santos   
Universidade Federal de Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brasil  
luasyrma@gmail.com

Juliano Lima Pinheiro   
Universidade Federal de Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brasil  
jlp@gold.com.br

---

Recebido: Março 14, 2023  
Revisado: Setembro 01, 2023  
Aceito: Outubro 06, 2023  
Publicado: Fevereiro 15, 2024



## 1 INTRODUÇÃO

Os agentes responsáveis pela gestão de uma organização defrontam-se com um *trade-off* na definição do nível de dividendos a serem pagos (Tirole, 2006). 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).

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 seus 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 (Aboody & Kasznick, 2008; Brown et al., 2007; Fenn & Liang, 2001) e Europa (Burns et al., 2015; Cesari & Ozkan, 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 é frequentemente excluído das pesquisas por suas peculiaridades quanto à alavancagem e ao alto nível de regulação, quando comparados aos demais setores da economia, mesmo sendo um dos que mais distribuem dividendos (Silva & Dantas, 2015).

A rentabilidade do sistema bancário nacional se manteve estável no primeiro semestre de 2022 e após ter obtido uma recuperação em 2021, o sistema estabilizou-se próximo dos níveis pré-pandemia de Covid-19 (Banco Central do Brasil [BACEN], 2022). 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 Basileia 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).

Considerando esse enredo, esta pesquisa pretende responder a seguinte questão: qual a relação da remuneração executiva baseada em ações com a política de dividendos em 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.

Este estudo tem o potencial de contribuir com 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 à 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 (Buch & Delong, 2008; Matias et al., 2014a).

Além disso, 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 (Fenn & Liang, 2001).

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, conforme mencionado por Burns et al. (2015). De forma complementar, o entendimento da política de dividendos e remuneração executiva permite que os investidores avaliem o retorno potencial de seus investimentos, bem como a maneira como os gestores estão conduzindo a empresa. Decisões sobre dividendos podem afetar diretamente o rendimento dos investidores, enquanto a transparência na remuneração executiva influencia a confiança na administração da empresa. Para a literatura, essa discussão agrega conhecimento sobre 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. 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).

Desta forma, a decisão de pagamento de dividendos é um elemento-chave da estratégia de finanças corporativas, de tal maneira que uma política de dividendos adequada é crucial para o desempenho corporativo e, portanto, um objeto importante para a governança corporativa, ou seja, para o sistema “pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (Instituto Brasileiro de

Governança Corporativa [IBGC], 2023, p.1). Diretamente no contexto de instituições bancárias, conforme Marcassa (2000), estas organizações desempenham um papel crucial em todas as economias e detêm uma relevância particular para as nações devido à natureza globalmente regulamentada das atividades financeiras. Por essa razão, é fundamental que possuam um sistema sólido de governança corporativa. Adicionalmente, a intervenção regulatória se configura como um dos mais importantes mecanismos de governança, que por meio da supervisão das atividades pode restringir, por exemplo, a distribuição de lucros.

Objetivamente sobre o efeito dos dividendos na performance e a gestão/governança de instituições bancárias, Gambacorta et al. (2020) investigaram uma amostra de bancos sediados em 30 economias desenvolvidas. 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 (Gambacorta et al., 2020; Stein, 2003). 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.

De maneira adicional, Simon et al. (2019) buscaram identificar os fatores que determinam a política de dividendos de instituições bancárias no Brasil e observaram que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) influenciou negativamente a distribuição de dividendos. Tal fato poderia estar relacionado a uma tentativa das instituições que apresentaram baixa rentabilidade (ROE) a 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.

No 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 à expansão de dividendos.

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 ocorreu na Alemanha.

Assim, os estudos realizados por Bhattacharyya inspiraram a realização da presente pesquisa contribuindo diretamente para compreensão do problema de pesquisa identificado, a construção da fundamentação e a definição de algumas proxies que foram empregadas nos modelos analisados, as quais derivaram majoritariamente de estudos do referido autor, ora

utilizadas conforme definição original e ora adaptadas ao contexto brasileiro, como no caso da proxy de remuneração. O intuito foi de observar o comportamento da principal ideia do modelo teórico original de Bhattacharyya – a relação entre política de dividendos e a remuneração de executivos – em instituições bancárias no Brasil, e desta forma contribuir com evidências empíricas sobre o assunto em um país em desenvolvimento. Como salientado por Bhattacharyya et al. (2008a), apesar de décadas de estudo, ainda é necessário pesquisas sobre o tema, uma vez que é fundamental compreender completamente os fatores que influenciam a política de dividendos e a maneira como esses fatores interagem.

Posto isto, dada a importância da política de dividendos e sua influência nas decisões de gestão de uma organização, se caracterizando como uma ferramenta de governança a fim de contornar problemas que possam surgir entre acionistas e gestores, as discussões nos estudos de Bhattacharyya, como o de 2008a, e naqueles que investigaram incentivos gerenciais para minimizar problemas de agência, consideram a premissa de que contratos de remuneração são usados pelos acionistas para induzir comportamentos dos gestores, que no caso da política de dividendos se atrelam a retenção e investimentos de lucros. Lambert et al. (1989), por exemplo, evidencia 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 alinharem os interesses da administração e dos acionistas, podem resultar em um nível mais alto de pagamentos totais de dividendos (Fenn & Liang, 2001). Porém, 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 (Fenn & Liang, 2001) 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. 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 et al., 2019). 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 (Fenn & Liang, 2001; Hall & Liebman, 1998), 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.

### 3 METODOLOGIA

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 em bancos brasileiros, 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) (Martins & Theóphilo, 2016). A adoção do GMM-Sistemático deve-se à sua capacidade de mitigar problemas de endogeneidade.

A população do estudo compreendeu as instituições bancárias que possuem ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>) no período de 2010 a 2021, que abrangeu 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.

No mercado de crédito as instituições financeiras são classificadas em duas categorias: públicas e privadas; sendo que a principal diferença está no fato dos responsáveis pela operação de linhas de crédito com recursos direcionados serem oficialmente as instituições públicas (Matias et al., 2014b). As empresas públicas ainda estão sujeitas ao problema influência política. La Porta et al. (2002), identificaram o uso político dos bancos públicos. Em seu estudo, esses autores demonstraram que o controle do governo politiza o processo de alocação de recursos e reduz a eficiência dos bancos públicos. Ademais, Yeyati et al. (2004), evidenciaram que os bancos públicos acabam inibindo o crescimento financeiro por não destinar o crédito de forma ótima. Por fim, o setor bancário brasileiro é altamente concentrado e isso pode influenciar nas decisões de política de dividendos do mesmo (Simon et al., 2019). Segundo informações do Relatório de Economia Bancária – 2022, divulgado pelo BACEN em junho de 2023, a Razão de Concentração dos Quatro Maiores Bancos (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Itaú e Bradesco) evidenciava uma concentração das operações de crédito do SFN em 2020, de 59,4%, em 2021 de 59,3% e em 2022 de 59,0%.

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 B<sup>3</sup> conforme deliberado pela Instrução Normativa nº 480 de 2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Adicionalmente, verificou-se que o Brasil possui uma particularidade quanto a definição dos valores de dividendos a serem 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 a 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).

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 espécies, 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 do 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 o 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.

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

**Figura 1**

Variáveis do estudo

Sigla	Variável	Fórmula	Autor (es)
<b>Proxies de Política de Dividendos – Variáveis dependentes</b>			
<i>Payout</i>	Indicador de distribuição de dividendos	$\frac{\text{Dividendos}_{i,t} + \text{JSCP}_{i,t} \text{ líquidos de IRRF}}{\text{Lucro líquido}_{i,t}}$	Bhattacharyya e Elston (2009); Bhattacharyya et al.(2008a); 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.	$\frac{(\text{Dividendos} + \text{JSCP}) \text{ por ação}_{i,t} \text{ líquidos do IRRF}}{\text{Preço da ação}_{i,t}}$	Bhattacharyya et al. (2008a); Bradford et al (2013); Fenn e Liang (2001)
<b>Proxy de Remuneração – Principal variável independente</b>			
REM	Remuneração baseada em ações, incluindo opções de ações.	$\frac{\text{Remuneração baseada em ações e opções}_{i,t}}{\text{Remuneração Total}_{i,t}}$	Burns et al. (2015); Fenn e Liang (2001).
<b>Variáveis independentes de controle e instrumentos do modelo GMM-Sistêmico</b>			
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Patrimônio Líquido}_{i,t}}$	Simon et al. (2019).
<i>Payout</i> em t-1	Estabilidade da política de dividendos ou persistência.	$\text{Payout}_{i,t-1}$	Simon et al. (2019).
<i>Dividend Yield</i> em t-1	Estabilidade da política de dividendos ou persistência.	$\text{Dividend Yield}_{i,t-1}$	Proposta pelo estudo.
ALAV	Alavancagem Alternativa	$\frac{\left[ \left( \frac{AT_{i,t}}{PL_{i,t}} \right) - \left( \frac{AT_t}{PL_t} \right) \right]}{\left( \frac{AT_t}{PL_t} \right)}$	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	$\frac{\text{TA do maior acionista}_{i,t}}{\text{TA ordinárias}_{i,t}}$	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.	BACEN (2022); Resolução CMN nº 4.820 (2020); Resolução CMN nº 4.885 (2020).

**Nota.** AT = Ativo Total; PL = Patrimônio Líquido; TA = Total de Ações; IRRF = Imposto de Renda Retido na Fonte.

Buscou-se mitigar o problema de simultaneidade ou causalidade reversa, que surgem entre as *proxies* de política de dividendos, 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, consequentemente, em melhores compensações para seus gestores, portanto, tem-se a causalidade reversa.

Simon et al. (2019) apontam que pode 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. Nesse contexto, foram elaborados os modelos apresentados nas Equações 1 e 2.

$$Payout_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Payout_{t-1} + \beta_2 REM_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 FCO_{i,t} + \beta_8 Dum\_CONTR_{i,t} + \beta_9 Dum\_TRIB_{i,t} + \beta_{10} Dum\_RESTR_{i,t} + \beta_{11} Div\_Yield_{i,t} + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Div\_Yield_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div\_Yield_{t-1} + \beta_2 REM_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 CONC_{i,t} + \beta_7 FCO_{i,t} + \beta_8 Dum\_CONTR_{i,t} + \beta_9 Dum\_TRIB_{i,t} + \beta_{10} Dum\_RESTR_{i,t} + \beta_{11} Payout + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

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 RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo. A técnica de winsorização foi aplicada sobre todas as variáveis quantitativas para tratamento dos *outliers* presentes na amostra. O valor de corte considerado foi de 5% na cauda inferior e 5% na cauda superior.

**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	215	214	212	210	228	228	228	221	225	228
Méd.	0,372	0,379	0,055	0,054	0,154	0,124	-1,071	1,139	66,972	0,021
DP	0,181	0,190	0,030	0,029	0,303	0,067	2,490	0,657	27,977	0,020
CV	0,486	0,501	0,541	0,541	1,970	0,539	-2,326	0,577	0,418	0,937
Mín.	0,102	0,106	0,0003	0,003	0,000	0,002	-7,874	0,352	15,070	-0,014
Máx.	0,828	0,896	0,119	0,119	0,990	0,232	0,441	2,548	99,590	0,072

**Nota.** N = n° de observações; Méd. = Média; DP = Desvio-padrão; CV = Coeficiente de Variação; Mín. = Mínimo; Máx. = Máximo; 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.

A variável *Payout* indicou que, em média, os bancos da amostra distribuíram 37,2% do lucro líquido. No entanto, é preciso analisar com cautela, pois trata-se de uma amostra composta por bancos de diferentes portes e políticas, como evidenciado nos coeficientes de variação. As

variáveis alavancagem alternativa e remuneração baseada em ações, obtiveram as maiores dispersões dos dados em relação à média, com coeficiente de variação maior que 100% em módulo, enquanto o *Payout* apresentou 49% de variação na dispersão dos dados em torno da média.

Destaca-se, de forma adicional, o valor máximo do *Payout* de 82,8%, que evidencia elevado índice de distribuição de dividendos por parte de um dos bancos da amostra. 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.

Em média, a rentabilidade dos dividendos pagos pelos bancos brasileiros é de 5,5% do preço de suas ações, apresentando valores no intervalo entre aproximadamente 0% e 11,9%. Uma média de 5,5% pode ser considerada uma rentabilidade satisfatória se comparada aos demais setores da economia. A defasagem da *proxy* de rentabilidade dos dividendos demonstrou comportamento similar ao *Dividend Yield*.

Sobre a compensação dos diretores bancários no Brasil, em média, 15,4% de sua remuneração total corresponde à remuneração baseada em ações, incluídas as opções de ações, com variação de 197%, com bancos que não utilizam remuneração baseada em ações e opções de ações, mas com outros que usam com muita força essa política de remuneração, com um banco chegando a pagar praticamente 100% da remuneração dos diretores por meio de ações e opções de ações. Tais valores demonstram diferentes estratégias de remuneração dos gestores entre essas organizações, que podem ocasionar diferentes impactos na política de dividendos em bancos brasileiros.

Analisando as demais variáveis de controle, verificou-se que, em média, os bancos apresentaram uma Rentabilidade do Patrimônio líquido (ROE) de 12,4%, com coeficiente de variação de 54%. A alavancagem alternativa (ALAV) apresentou coeficiente de variação de 2,3 e um valor médio de 1,1, ambos negativos. Em média, as instituições analisadas apresentam

uma alavancagem menor que a do setor como um todo, o que pode afetar a política de dividendos, como discutem Simon et al. (2019) e Weber (2008).

O *Market-to-book* (MB) demonstra que o valor de mercado dos bancos, em média, é 1,14 vezes maior que o valor contábil, com dispersão de 58%, diante dos diferentes portes de bancos analisados. O Fluxo de Caixa Operacional médio dessas instituições corresponde a 2,1% de seu ativo total. Por sua vez, a variável de concentração do controle acionário (CONC), demonstrou que o acionista majoritário do banco detém, em média, 67% do total de ações ordinárias, revelando a alta concentração de controle do setor.

#### 4.2. Análise da Relação Entre Remuneração e a Política de Dividendos

Os resultados dos modelos estimados para analisar a relação entre remuneração e a política de dividendos encontram-se na Tabela 2, 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, mostraram-se negativamente significativas estaticamente as variáveis Alavancagem Alternativa (ALAV), Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e Restrição de Distribuição de Resultados (RESTR). Além

dessas, também foram estatisticamente significativas as variáveis Remuneração (REM) e Dividend Yield, bem como o intercepto.

**Tabela 2**

*Estimação dos modelos por meio do GMM-Sistêmico*

Variáveis	Modelo 1 – Payout		Modelo 2 – Dividend Yield	
	Coefficiente	Erro padrão Robusto	Coefficiente	Erro padrão Robusto
Intercepto	0,176	0,094*	0,099	0,024***
<i>Payout</i> em t-1	0,343	0,280		
<i>Div_Yield</i> em t-1			-0,414	0,370
REM	0,098	0,042**	-0,024	0,010***
ROE	-0,403	0,303	-0,001	0,100
ALAV	-0,018	0,009**	0,007	0,002***
MB	0,066	0,045	-0,018	0,007**
CONC	-0,0004	0,001	-0,0001	0,0001
FCO	-2,119	0,973**	0,270	0,131**
CONTR	-0,012	0,039	-0,004	0,007
TRIB	-0,006	0,022	0,010	0,005**
RESTR	-0,076	0,033**	-0,008	0,007
<i>Payout</i>			0,042	0,015***
<i>Div_Yield</i>	1,814	0,960*		
Testes - Estimação por Pooled				
VIF médio		1,84		1,86
RESET	0,670	0,571	0,900	0,444
Breusch-Pagan	18,610	0,000***	3,770	0,052*
Doornik-Hansen	14,945	0,001***	15,897	0,001***
Testes - Estimação via GMM-Sistêmico				
Arellano-Bond AR(1)	-1,390	0,164	-0,320	0,748
Arellano-Bond AR(2)	-1,640	0,102	-1,080	0,280
Teste de Sargan	26,420	0,003***	20,320	0,563
Teste de Hansen	6,970	0,728	3,720	1,000
Teste Dif-Hansen	6,970	0,640	-1,710	1,000
Nº de Observações		199		199
Nº de Grupos		19		19
Nº de Instrumentos		22		34

**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.

Por sua vez, no modelo 2, que tem como variável explicada o *Dividend Yield*, estão negativamente relacionadas com a política de dividendos a REM e o MB, enquanto que positivamente foram significativas estatisticamente as variáveis ALAV, FCO, TRIB e Payout, além do intercepto.

A variável principal deste estudo, a remuneração dos executivos, obteve relação distinta para cada uma das *proxies* de políticas de dividendos. Possíveis explicações para esse resultado e das variáveis de controle são apresentadas no tópico a seguir.

## 5 DISCUSSÃO

No modelo 1, a variável principal de investigação do presente estudo, a Remuneração Executiva, foi estatisticamente significativa ao nível de 5%, e demonstrou-se positivamente relacionada com o índice de distribuição de dividendos dos bancos, diferentemente do que evidenciam os estudos de Burns et. al. (2015) e Fenn e Liang (2001). Portanto, à medida em que se aumente a remuneração baseada em ações oferecida aos gestores, o índice de distribuição de dividendos tende também a aumentar e menos lucros são retidos pela gestão, o que pode sinalizar que os bancos estudados adotam uma estratégia de mostrar ao mercado que um aumento nas remunerações variáveis dos gestores não implica em uma diminuição na distribuição de dividendos.

As variáveis ALAV e FCO, significativas ao nível de 5%, afetam negativamente o *Payout* dos bancos, demonstrando que maiores níveis de Alavancagem e Fluxo de Caixa Operacional, implicam em diminuição no indicador de pagamento de dividendos distribuídos. No que tange a ALAV, esse achado não corrobora com as considerações de Lepetit et al. (2017) que 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.

Já a *dummy* de restrição de distribuição dos resultados no ano de 2020 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 às diretrizes do Comitê de Basileia.

Em relação ao modelo 2, a variável REM apresentou relação negativa com a rentabilidade dos dividendos, sinalizando que uma diminuição nos níveis de remuneração dos gestores impacta inversamente na rentabilidade dos dividendos distribuídos, o que pode ser uma tentativa de sinalização ao mercado, visando não desestimular os investimentos na instituição. Essa rentabilidade está atrelada ao valor de mercado dos bancos, que sofreu uma redução no ano de 2020 devido a diversos fatores, incluindo a pandemia. Em termos de rentabilidade de mercado, vislumbrando o preço da ação e os resultados distribuídos com base neste, bem como a remuneração executiva aqui analisada, a distribuição de dividendos tem sido proveitosa ao acionista dos bancos analisados, à medida em que mesmo diminuindo a compensação de seus gestores, compensam o acionista via distribuição de lucros que recebem frente ao preço de suas ações. Tais resultados vão ao encontro aos de Fenn e Liang (2001), que também identificaram uma relação negativa entre remuneração e *Dividend Yield*.

A Alavancagem Alternativa (ALAV) apresentou uma relação inversa ao que ocorreu no Modelo 1, pois ao se considerar o *Dividend-Yield*, a ALAV acompanhou a política de dividendos na mesma direção, ou seja, à medida em que as instituições incorrem em maiores níveis de alavancagem, também tendem a aumentar a rentabilidade dos seus dividendos.

Complementarmente, ao se considerar o *Dividend-Yield* dos bancos, observou-se que o MB, que é considerada uma *proxy* de oportunidade de crescimento da instituição, impactou a política de dividendos, diferentemente do ocorrido no Modelo 1, pois nesse caso, além de impactar, apresentou um sinal negativo. Portanto, aumentos nas oportunidades de crescimento podem diminuir a rentabilidade dos dividendos pagos, visto que para se expandir a empresa necessita de recursos e, conseqüentemente, retém mais lucros.

O Fluxo de Caixa Operacional afetou positivamente a rentabilidade dos dividendos, tal como defendido por Jensen (1986), que argumenta que as empresas com fluxo de caixa livre mais elevados 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).

A *proxy* TRIB, que está relacionada ao benefício tributário obtido na distribuição de JSCP com a mudança tributária a partir de 2015, confirmou o efeito positivo captado pela *dummy* em que houve um incremento 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* apresentou relação positiva com o *dividend yield* e, portanto, quanto maior o índice de distribuição, maior a rentabilidade alcançada pelos bancos analisados.

O ROE não afetou a política de dividendos dos bancos analisados em nenhum dos dois modelos. 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 pode ser transmitido 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.

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 aumentar à medida em que a remuneração executiva com base em ações aumenta, porém a rentabilidade dos dividendos frente ao preço

das ações diminui, o que leva à discussão de que quando maiores níveis de compensações baseadas em ações são concedidas aos gestores, eles se preocupariam com os sinais enviados ao mercado, vislumbrando sinalizar um bom desempenho em termos de volume de distribuição, contudo, ao se analisar a rentabilidade desses resultados distribuídos, verifica-se que esta diminui, enquanto há um aumento em termos de remuneração executiva variável.

As decisões sobre o pagamento de dividendos afetam a disponibilidade de recursos para reinvestimento ou distribuição aos acionistas. Além disso, a remuneração executiva tem um impacto direto na motivação dos gestores e na busca por metas de desempenho. Os achados do presente estudo podem ajudar as instituições a adotar práticas de gestão que alinhem os interesses dos executivos com os objetivos de longo prazo da organização.

Além do período pandêmico, a presente investigação também abrangeu um período de recessão no Brasil, concretizado no ano de 2015. O estudo de Martucheli et al. (2021) abordou esse tema trazendo uma comparação do comportamento da distribuição de dividendos das empresas listadas na B3 em períodos de expansão e de recessão na economia brasileira. Os resultados mostraram que, independentemente da distribuição de dividendos medida pelo payout ou pelo dividend yield, que também se constituem em proxies do presente trabalho, as empresas aumentaram a distribuição de proventos em períodos de recessão, quando há maior incerteza no mercado. Apesar de tais achados, neste estudo optou-se por não incluir uma dummy de recessão por nesse período não ter tido medidas concretas para limitação de distribuição de proventos, como aconteceu no período pandêmico com as Resoluções CMN nº 4.820 e nº 4.885 datadas do ano de 2020.

Apesar disso, destaca-se que a recessão de 2015 pode ter tido impacto na política de dividendos e na remuneração executiva em bancos de capital aberto. Durante períodos de recessão, a disponibilidade de capital pode se tornar escassa devido à redução da lucratividade e ao aumento do risco. Isso poderia afetar a política de dividendos, levando a bancos a

reduzirem ou suspenderem os pagamentos de dividendos para preservar o capital e fortalecer a posição financeira. Outro fator a ser discutido se refere ao fato de que a recessão poderia ter colocado uma pressão significativa sobre os resultados e o desempenho financeiro dos bancos. Isso, por sua vez, poderia impactar os incentivos dos executivos, uma vez que seu desempenho poderia ser afetado negativamente por fatores macroeconômicos além do seu controle direto. Corrobora com tal pressão, o fato de que o período recessivo pode ter afetado os acionistas e investidores, alterando suas expectativas em relação aos dividendos e ao desempenho do banco.

Nesse contexto, a contabilidade desempenha um papel fundamental na divulgação e análise das informações financeiras das empresas, incluindo os bancos. O estudo da política de dividendos e remuneração executiva em bancos ajuda a avaliar a eficiência na alocação de recursos, a gestão do capital e a avaliação de riscos. Através da análise desses aspectos, os contadores podem fornecer informações claras e confiáveis para os investidores e outras partes interessadas, auxiliando na tomada de decisões informadas.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Estudos que abordam a política de dividendos e remuneração executiva em bancos são relevantes em diversas perspectivas, incluindo a contabilidade, a regulação, a gestão, as finanças e a estabilidade financeira. Essas pesquisas fornecem insights críticos que ajudam a informar decisões estratégicas, promover a transparência e governança eficaz, além de contribuir para a confiança dos investidores e a estabilidade do sistema financeiro.

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 desta 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 B<sup>3</sup> no período de 2010 a 2021.

No que se refere às análises das variáveis de controle empregadas, concluiu-se, de forma sucinta, que em ambos os modelos as variáveis ALAV e FCO foram significativas, porém apresentaram sinais inversos para cada um dos modelos. De forma adicional, a variável RESTR foi significativa para explicar a política de dividendos que considera a *proxy Payout*; e as variáveis REM, MB, TRIB e *Payout* foram aditivamente 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 argumentos tais como os de Burns et al. (2015) e Jensen (1986) e, por outro lado, confrontam algumas conclusões como as de Bhattacharyya e Elston (2009) e de Fenn e Liang (2001).

Os apontamentos desta pesquisa têm o potencial de contribuir para diversas partes interessadas, tais como gestores, acionistas e reguladores de instituições financeiras, ao fornecer aprofundamento acerca de como a remuneração pode ter um efeito mais amplo na política de dividendos corporativa, bem como no comportamento da gestão. Ademais, adotou como objeto de análise os principais intermediários financeiros no contexto nacional, descrevendo como conduzem suas decisões gerenciais, o que pode influenciar na forma como a sociedade visualiza e estabelece seu nível de confiança em tais instituições.

Uma limitação deste estudo reside na natureza restrita da amostra selecionada, que consistiu exclusivamente em bancos listados na bolsa de valores brasileira. Essa abordagem, embora forneça insights valiosos sobre as práticas de política de dividendos e remuneração executiva em instituições financeiras de capital aberto, impossibilitou análises mais detalhadas

e granulares. A ausência de uma distinção entre bancos públicos e privados, considerando-se a aplicação do modelo GMM, pode ter limitado a capacidade de capturar nuances específicas desses subgrupos bancários e, conseqüentemente, restringido a amplitude das conclusões que poderiam ser extrapoladas a todo o setor bancário.

Para pesquisas futuras, sugere-se uma análise comparativa entre bancos públicos e privados e também 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. Um ponto de análise adicional consiste na 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. <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.  
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.005>
- Banco Central do Brasil (BACEN). (2022). *Perguntas Frequentes (FAQ) - Resolução nº 4.820*. [https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faq\\_resolucao4820](https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faq_resolucao4820)

- Banco Central do Brasil (BACEN). (2022). *Relatório de Estabilidade Financeira*, 21(2).  
<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202210/RELESTAB202210-refPub.pdf>
- Banco Central do Brasil (BACEN). (2023). *Relatório de Economia Bancária 2022*.  
<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>
- Barros, L. A. B. C., Castro, F. H. Jr., Silveira, A. M., & Bergmann, D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. *SSRN Electronic Journal*.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593187](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187)
- Bhattacharyya, N. (2007). Good Managers Invest More and Pay Less Dividends: a Model of Dividend Policy. *Advances in Financial Economics*, 12, 91-117.  
[https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(07\)12005-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(07)12005-3)
- Bhattacharyya, N., & Elston, J. A. (2009). Dividends, Executive Compensation, and Agency Costs: Empirical Evidence from Germany. *SSRN Electronic Journal*.  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1362024>
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., & Morrill, C. K. J. (2008a). Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence. *Accounting & Finance*, 48(4), 521-541.  
<https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2007.00255.x>
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., & Morrill, C. K. J. (2008b). Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Canadian Evidence. *Managerial Finance*, 34(8), 585-601.  
<https://doi.org/10.1108/03074350810874091>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.003>

- Brown, J. R., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive financial incentives and *payout* policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut. *The Journal of Finance*, 62(4), 1935-1965. <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.  
<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.  
<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.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.011>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2004) Dividend policy, agency costs, and earned equity. *NBER Working Paper n° 10599*. <http://ssrn.com/abstract=558747>
- Deliberação CVM n° 683, de 30 de agosto de 2012. (2012, 30 de agosto). Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos. *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*.  
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli683.html>
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001). Corporate *payout* policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45–72. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00039-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00039-3)
- Gambacorta, L., Oliviero, T., & Shin, H. S. (2020). Low price-to-book ratios and bank dividend *payout* policies. *Bank for International Settlements*, 907.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3761864](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), 141-168. [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. <https://doi.org/10.1162/003355398555702>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2023). Governança Corporativa. <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>
- Instrução Normativa nº 480, 07 de dezembro de 2009. (2009, 07 dezembro). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. *Comissão de Valores Mobiliários*. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. <https://doi.org/10.2307/2328394>
- Kauko, K. (2012). Why Is Equity Capital Expensive for Banks? Bank of Finland Research *Discussion Paper*, 4, Helsinki. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1993081>
- Khandker, S. R., Koolwal, G. B., & Samad, H. A. (2010). *Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices*. Washington D. C: The World Bank.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *The Journal of Finance*, 57(1), 265-301. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00422>
- 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. <https://doi.org/10.2307/2330976>

- Lei Complementar nº 105 de 10 de janeiro de 2001. (2001, 10 de janeiro). Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. *Presidência da República*. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm)
- Lei nº 13.169 de 06 de outubro de 2015. (2015, 06 de outubro). Altera a Lei nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988, para elevar a alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL em relação às pessoas jurídicas de seguros privados e de capitalização, e às referidas nos incisos I a VII, IX e X do § 1º do art. 1º da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001; altera as Leis nº s 9.808, de 20 de julho de 1999, 8.402, de 8 de janeiro de 1992, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 12.715, de 17 de setembro de 2012, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 11.484, de 31 de maio de 2007, 12.973, de 13 de maio de 2014, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, e 10.865, de 30 de abril de 2004; e dá outras providências. *Presidência da República*. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/113169.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113169.htm)
- 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, 4999-5026. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1296556>
- Marcassa, A. C. (2000). *Mecanismos de Governança Corporativa em Bancos*. São Paulo: BACEN. <https://www4.bcb.gov.br/pre/inscricaoContaB/trabalhos/Mecanismos%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa%20em%20Bancos.pdf>
- Martins, G., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (3. ed.). São Paulo: Atlas.
- Martucheli, C. T., Ribeiro, J. E., Silva, E. A., Souza, A. A., & Pinheiro, J. L. (2021). Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais

Brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 24(1), 37-54.

[https://doi.org/10.51341/1984-3925\\_2021v24n1a3](https://doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n1a3)

Matias, A. B., Quaglio, G. M., Lima, J. P. R., & Magnani, V. M. (2014b). Bancos versus cooperativas de crédito: um estudo de índices de eficiência e receita da prestação de serviços em 2002 e 2012. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(5), 195-223.

<https://doi.org/10.1590/1678-69712014/administracao.v15n5p195-223>

Matias, A. B., Quaglio, G. M., Lima, J. P. R., & Sehn, J. G. G. (2014a). Rentabilidade no setor bancário: uma análise comparativa entre Bancos Brasileiros e Norte-Americanos. *Revista de Globalização, Competitividade e Governabilidade (GCG)*, 8(2), 70-86.

<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=511851341005>

Matos, J. A. (2001). *Theoretical foundations of corporate finance*. Princeton University Press, Princeton, NJ.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <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. <https://doi.org/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.

Resolução nº 4.820, de 29 de maio de 2020. (2020, 29 de maio). Estabelece, por prazo determinado, vedações à remuneração do capital próprio, ao aumento da remuneração de administradores, à recompra de ações e à redução de capital social, a serem observadas por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, considerando os potenciais efeitos da pandemia do

coronavírus (Covid-19) sobre o Sistema Financeiro Nacional. *Conselho Monetário Nacional (CMN)*. <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-n-4.820-de-29-de-maio-de-2020-259636019>

Resolução nº 4.885, de 23 de dezembro de 2020. (2020, 23 de dezembro). Altera a Resolução nº 4.820, de 29 de maio de 2020, que estabelece, por prazo determinado, vedações à remuneração do capital próprio, ao aumento da remuneração de administradores, à recompra de ações e à redução de capital social, a serem observadas por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, considerando os potenciais efeitos da pandemia do coronavírus (Covid-19) sobre o Sistema Financeiro Nacional. *Conselho Monetário Nacional (CMN)*.

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4885>

Schooley, D. K., & Barney, L.D. Jr. (1994), Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research*, 17(3), 363-373.

<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. <https://doi.org/10.18028/22385320/rgfc.v5n4p43-63>

Silva, S. S., Silva, J. O., Santos, T. R., & Gonçalves, K. A. (2019). Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(1), 82-100.

<https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120105>

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. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v17n2.2019.77956>

- 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]. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil. <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/32447>
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance, 1*, 111-165. [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.
- Weber, R. A. (2008). *Política de Dividendos no Setor Bancário Brasileiro*. [Dissertação de Mestrado]. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil. <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/15018>
- Yeyati, E. L., Micco, A., & Panizza, U. (2004). Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks. *Working Paper n° 517*. Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, USA. <https://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/4379.html>

## AGRADECIMENTOS

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001”.

## Dividend Policy and Executive Compensation in Brazilian Banks

### ABSTRACT

**Objective:** verify the relationship between dividend policy and share-based remuneration in the Brazilian banking context.

**Method:** models were estimated via System GMM in a sample of banking institutions with shares traded on B3 - Brazil, Stock Exchange, and Over-the-Counter, considering the period from 2010 to 2021.

**Originality/Relevance:** banks carry out activities that drive and contribute to the development of a country, and, at the same time, mistaken decisions taken by management are subject to social and economic risks with the potential to affect the entire economy. Despite this, studies on the relationship between dividends and executive remuneration in banking institutions are still incipient.

**Results:** the main findings suggest a bidirectional behaviour: Executive Remuneration was positively related to Payout and, in parallel, presented a negative association with Dividend Yield. The result for Dividend Yield aligns with previous research in different institutional environments but is divergent concerning Payout.

**Theoretical/Methodological contributions:** analyzing dividends and remuneration is relevant as it contributes to the debate on how these variables can influence governance and how this relationship occurs in the Brazilian context.

**Social/Management contributions:** the study of the dividend policy of banking institutions contributes to society as banks participate in both the capital market and the country's economy.

**Keywords:** Dividend policy, Executive compensation, Banks.

Juliana Ribeiro Souza 

Federal University of Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brazil  
julianaribeiro.jrs@gmail.com

Joice Garcia de Oliveira 

Federal University of Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brazil  
joicegarciacco@gmail.com

Lua Syrma Zaniah Santos 

Federal University of Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brazil  
luasyrma@gmail.com

Juliano Lima Pinheiro 

Federal University of Minas Gerais, Minas  
Gerais, Brazil  
jlp@gold.com.br

Received: March 14, 2023

Revised: September 01, 2023

Accepted: October 06, 2023

Published: February 15, 2024

