

**Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro dos
Bancos Brasileiros de Capital Aberto**

Zhara Helou Ribeiro de Castilho

Universidade Federal de Goiás

Resumo

O setor financeiro é um dos setores que mais remuneram seus executivos, neste sentido, sob a ótica da Teoria da Agência, espera-se um alinhamento entre os incentivos fornecidos aos executivos e o desempenho financeiro dos bancos. O objetivo geral da pesquisa foi verificar a relação entre a remuneração da diretoria estatutária e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros. Para o desenvolvimento da pesquisa utilizou-se regressão múltipla estimada pelo modelo dos mínimos quadrados ordinários para testar uma amostra de 26 bancos de capital aberto entre os anos de 2009 a 2013. De acordo com os resultados obtidos, apenas o retorno sobre ativos demonstrou relação positiva com a remuneração dos executivos. Entretanto, a variável lucro por ação se relacionou negativamente com a remuneração executiva, ou seja, quanto maior for o lucro por ação, menor é a remuneração dos executivos. O retorno sobre o patrimônio líquido não demonstrou relação com a remuneração dos executivos. Em relação ao tamanho dos bancos e número de executivos, ambos possuem relação com a remuneração, verificando que há aumento da remuneração dos executivos quando há aumento dos Ativos Totais dos bancos, e que as maiores remunerações vão para os cargos hierarquicamente mais altos. Por fim, constatou-se que 63% da remuneração dos executivos, é composta pela remuneração variável, demonstrando o uso intensivo de remuneração como incentivo aos executivos dos bancos brasileiros. Conclui-se que não foi possível estabelecer relação linear entre as variáveis de desempenho financeiro para com a remuneração dos executivos.

Palavras chave: Teoria da Agência. Remuneração de executivos dos bancos. Modelo de incentivos.

1. INTRODUÇÃO

A remuneração de executivos tem atraído atenção dos investidores, da sociedade, das organizações e da academia nos últimos anos. Especificamente episódios como os “bônus milionários” pagos aos executivos norte americanos, chamam cada vez mais atenção (ADAMS; MEHRAN, 2003). Outro fator que merece destaque é a remuneração dos executivos brasileiros, que está entre a mais alta do mundo. Entre salários fixos, bônus anuais e incentivos de longo prazo, o presidente de uma grande companhia brasileira recebe, em média, 2,7 milhões de reais por ano ao cumprir metas preestabelecidas (EXAME, 2012).

Neste contexto, sabe-se que os bancos são as instituições que atingem os maiores índices de lucratividade e pagam os mais altos salários aos seus executivos (ADUDA, 2011). Reforçando esta perspectiva, John e Qian (2003) afirmam em seu trabalho que o pagamento dos diretores presidentes de bancos é maior que das demais empresas de outros segmentos.

Na última década, os riscos excessivos assumidos pelas instituições financeiras ligados a falhas na estrutura da remuneração dos executivos corroboraram com a crise financeira - 2007 a 2009 - (crise do subprime) o que contribuiu para o aumento da preocupação com a remuneração dos executivos dentro das organizações (SILVA, 2010). Nos períodos de crise os problemas organizacionais, como a estrutura da remuneração de executivos tornaram-se mais evidentes, incentivando um maior número de pesquisas a abordarem as consequências dos riscos excessivos assumidos pelas instituições financeiras (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Os escândalos envolvendo executivos e suas remunerações abusivas, também contribuíram para a relevância e necessidade de pesquisas que abordam a remuneração de executivos, por vezes ligado ao desempenho da empresa, tanto no meio acadêmico quanto para a sociedade de uma forma geral (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007).

A remuneração de executivos, por vezes é tratada sob a ótica da Teoria da Agência, a qual destaca que as pessoas se comportam em favor de seus próprios interesses e buscam maximizar interesses particulares em detrimento dos interesses da organização (JENSEN; MECKLING, 1976). O papel dos incentivos neste caso seria de alinhar os interesses dos proprietários com os interesses dos colaboradores, e para tal alinhamento, sugere-se o estabelecimento de um parâmetro de desempenho (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2006) que ligado a mecanismos de incentivos, e até aos prêmios por meio de incentivos financeiros (MURPHY, 1999). Portanto, quanto mais dependente do modelo de avaliação de desempenho for a remuneração de um funcionário, maior a necessidade do incentivo em levá-lo a atingir esse parâmetro.

Considerando a crescente atenção dada à temática de remuneração de executivos, e que no setor financeiro esta prática é ainda mais agressiva, torna-se relevante conhecer estas práticas nos bancos. Neste contexto, a questão de pesquisa que norteia este estudo é: Qual a relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros?

Após a formulação do problema de pesquisa, o objetivo geral do estudo consiste em verificar a relação entre a remuneração da diretoria estatutária e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros.

O estudo dos componentes que instaura a remuneração dos executivos de Instituições Financeiras Bancárias (IFBs) brasileiras de capital aberto se faz importante, pois em conformidade com os trabalhos de Hubbard e Palia (1993) que estudaram organizações norte-americanas, e de Murphy (1999) que estudou as organizações do Reino Unido, pouco se sabe a respeito do modo como os executivos brasileiros são remunerados (COSTA, 2013).

O estudo sobre incentivo e remuneração, dentro dos bancos, é bastante relevante no meio acadêmico, pois as pesquisas nessa área do conhecimento têm o foco apenas em

empresas de segmento não-financeiro e outros setores. Além disso, a indústria bancária é identificada como o setor que, comparativamente aos demais, possui os mais altos índices de lucratividade em relação aos altos salários pagos aos seus executivos, além de se constituírem como as instituições onde os conflitos de agência são mais propícios (ADUDA, 2011). Portanto, ao se tratar de uma visão mais prática, esta pesquisa poderá verificar a relação entre a remuneração da diretoria estatutária e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros.

Trabalhos que abordam o tema da remuneração dos executivos, com o foco nos bancos, foram identificados apenas em dois estudos, os quais ainda se mostram incipientes:

O primeiro trabalho, de Fernandes e Silva (2013), analisou a remuneração dos executivos dos quatro maiores bancos privados e estatais de capital aberto antes e após a emissão da instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 480 (In 480), com coleta de dados de 2009 e 2010. Após a análise dos dados, constatou-se no trabalho que existem diferenças relevantes aos diferentes modelos de remuneração, embora não fora possível determinar se houve influência significativa com a emissão da instrução.

O segundo trabalho, de Costa (2013), examinou a remuneração das Instituições Financeiras Bancárias (IFBs) brasileiras de capital aberto, a partir de uma amostra de 12 empresas, partindo de uma série temporal de cinco anos (2007 a 2011). Para tanto, o trabalho analisou os impactos das variáveis de desempenho financeiro (ROA, ROE e LPA), tamanho da empresa e tamanho do quadro de diretores na remuneração dos executivos da indústria bancária. De acordo com a análise pautada no modelo de regressão com dados em painel, as variáveis de desempenho financeiro não possuem relação positiva com a remuneração executiva, ao contrário do tamanho da empresa e do quadro de diretores que impactaram positivamente na remuneração dos executivos dos bancos, concluindo que maiores empresas pagam mais seus executivos, e que maiores quadros de diretores falham ao representar os interesses do principal, sofrendo extração de renda por parte dos agentes, que se traduzem em altos salários pagos a estes.

O presente trabalho examinará a relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros. Na metodologia a análise de regressão estimada pelos mínimos quadrados ordinários, será aplicada à amostra dos bancos brasileiros de capital aberto entre os anos de 2009 a 2013.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria da Agência

A literatura que aborda a remuneração de executivos tem evoluído consideravelmente, abrangendo não só a contabilidade e finanças, mas também a economia, relações industriais, direito, comportamento organizacional e estratégia (MACHADO; BEUREN, 2013). A maioria das pesquisas realizadas sobre remuneração de executivos é fundamentada na Teoria da Agência que surgiu entre as décadas de 1960 e 1970, com economistas que estudaram os conflitos de interesses entre indivíduos pertencentes a um mesmo grupo (MURPHY, 1999). A literatura da época já descrevia o problema de conflito de interesses que acontecia quando indivíduos pertencentes a um mesmo grupo tinham atitudes diferentes em relação ao risco (EISENHARDT, 1989).

A origem da teoria vem de estudos desenvolvidos na área da economia da informação e possui duas linhas de pensamento, primeiro a positivista que procura identificar em que situações poderá haver conflitos de interesses entre principal e agente; e a segunda, que enfatiza a relação agente e principal com foco na divisão de resultados entre as partes, e consequentemente na divisão dos riscos entre os contratantes. De um modo geral destaca-se

que o agente é racional, evita o risco e se orienta sempre em torno de seus próprios interesses, procurando aumentar cada vez mais o seu bem estar (MARTINEZ, 1998).

Iudícibus, Martins e Carvalho (2005) corroboram com o surgimento da Teoria da Agência durante a terceira parte do século XX, no ramo denominado “Institucional” da economia tendo como pioneiros Jensen e Meckling (1976). Nesse contexto, a Teoria da Agência veio com a intenção de analisar e solucionar o problema da agência, através de um contrato em que um indivíduo (principal) delega trabalho a outro (agente) para que este o realize (EISENHARDT, 1989).

A Teoria da Agência é um modelo analítico e não um teste de hipóteses, embora já possa ser expressa de forma quantitativa em seu modelo mais avançado. Ela surgiu para modelar a dicotomia de interesses e objetivos que apareciam quando os acionistas procuravam maximizar suas satisfações (de acordo com a teoria do comportamento racional dos agentes econômicos). Mesmo que os executivos trabalhassem para os sócios acionistas, com o tempo acabariam criando suas próprias motivações pessoais e interesses distintos (IUDÍCIBUS; MARTINS; CARVALHO, 2005).

A Teoria da Agência estuda a assimetria de informações que existem entre os executivos e os donos das empresas, além disso, sugere mecanismos de controle para que estes problemas sejam minimizados. Por isso foi desenvolvida sobre o pressuposto de que as pessoas são oportunistas e possuem interesses próprios. Ela analisa os conflitos, verifica os problemas deles decorrentes, e propõe meios de equilibrar estes conflitos para que os riscos derivados dos problemas da agência sejam reduzidos. Para isso ela vincula o comportamento do agente com o objetivo do principal através dos incentivos, assim o agente deve realizar as atividades para o principal e como resposta, o principal irá remunerar o agente pela execução das atividades, gratificando-o de acordo com o alcance dos resultados esperados (JENSEN; MECKLING, 1976).

É complexo o processo de direcionar os objetivos do agente a fim de tomar as decisões em prol da organização, quando ele precisa abrir mão de interesses particulares. Por isso as organizações devem alertar-se e buscar uma forma de evitar os comportamentos que não estão de acordo com seus interesses (JENSEN; MECKLING, 1976).

Por fim, destaca-se nessa pesquisa que a forma mais eficiente de minimizar os conflitos entre agente e principal, são os incentivos ligados à remuneração variável, e por isso, os bancos devem remunerar seus executivos através de uma remuneração variável relacionada a metas e resultados obtidos pelos bancos.

2.2. Modelo de Incentivos Gerenciais

O Modelo de incentivos gerenciais pode ser utilizado para alinhar interesses pessoais com o alcance dos objetivos organizacionais (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Os incentivos gerenciais mais comuns são os incentivos monetários, que são capazes de afetar o comportamento dos gerentes para que alcancem um nível de desempenho estabelecido, através do alcance de metas orçamentárias propostas de acordo com suas responsabilidades (AGUIAR et. al., 2012). Machado e Beuren (2013) destacam que os planos de remuneração dos gestores devem conter quatro componentes básicos: salário, bônus anual, opções de ações e planos de incentivos de longo prazo.

O salário é uma remuneração fixa e não depende do nível de desempenho dos funcionários (AGUIAR et. al., 2012). Já os incentivos financeiros que podem incluir o aumento de salários através de bônus, benefícios e prerrogativas (automóveis, viagens, de férias, associação de clubes, etc.), são baseados no alcance de um determinado nível de

desempenho, e podem provocar um aumento de esforços dos executivos trazendo um desempenho positivo para as organizações (TEIXEIRA; NOSSA; PIZETTA, 2010). Por isso, os incentivos neste caso, classificam-se como remuneração variável, que é utilizada para motivar os executivos dentro das organizações, no sentido de criar uma estrutura que alinhe seus objetivos com os objetivos organizacionais. (SILVA et. al., 2012).

Uma crítica relacionada à utilização da remuneração para obtenção de lucro, é que essa forma de utilização da remuneração em relação a medidas contábil-financeiras de desempenho induz os executivos a um comportamento de curto-prazo que levam seus funcionários a se arriscarem mais e alocarem menos esforços em tarefas que trazem resultados de longo-prazo.

2.3. Remuneração de Executivos nos Bancos

O conceito de remuneração vem crescendo num sentido mais amplo além do sentido financeiro, que pode ser expresso também, pelo retorno econômico recebido ao trabalho realizado pelos colaboradores (KRAUTER, 2009). Neste trabalho a remuneração será analisada apenas em seu sentido financeiro, pois com bases monetárias, é possível de um modo mais eficiente, alinhar os interesses entre agente e principal.

A remuneração fixa é o valor pré-estabelecido em acordo, entre empresa e empregado, que será pago pelo trabalho realizado; já a remuneração variável é o valor determinado em acordo, que será recebido pelo alcance das metas pré-estabelecidas. É o que Krauter (2009), diz em seu trabalho e cita como exemplos os bônus e gratificações, comissões, incentivos, participação nos resultados, participação nos lucros e participação acionária. Já a composição da remuneração indireta, se constitui por benefícios concedidos aos empregados com a intenção de oferecer segurança e conforto, como nos casos dos benefícios de assistência médica, odontológica e seguro de vida em grupo.

Nos Estados Unidos a remuneração dos executivos apresenta-se de forma heterogênea, composta por salário base, bônus anual vinculado ao desempenho financeiro econômico, stock options e um plano de incentivos de longo prazo (HUBBARD; PALIA, 1993). Já no Reino Unido ela é composta pelo salário base, bônus anual atrelado ao desempenho contábil e uma remuneração de longo prazo (MURPHY, 1999).

O estudo sobre a composição da remuneração dos executivos dos bancos é importante porque em comparação a outros países, pouco se sabe sobre o modo como os executivos brasileiros são remunerados (COSTA, 2013). Sabemos que os bancos são as instituições que atingem os maiores índices de lucratividade e pagam os mais altos salários aos seus executivos (ADUDA, 2011). Reforçando, John e Qian (2003) também afirmaram em seu trabalho que o pagamento dos diretores presidentes de bancos é maior que das demais empresas de outros segmentos.

Quando se trata de bancos, há uma preocupação por parte da governança sobre os problemas de agência que ocorrem entre gestores e acionistas (MARCASSA, 2004). Para Aduda (2011), os bancos são onde os conflitos de agência são mais propícios, por causa da alta lucratividade e remuneração dos diretores.

Um dos motivos para se dar atenção aos bancos, é a grande diversidade de partes interessadas nas atividades dessas instituições. Além dos investidores e gestores, os depositantes e órgãos reguladores também têm interesse direto no desempenho dos bancos. Sob um ponto de vista mais abrangente, o desempenho das instituições bancárias tem o poder de impactar toda a economia do país (ADAMS; MEHRAN, 2003).

Apesar de a maioria dos bancos terem o governo como seu maior acionista, eles buscam se destacar em relação aos seus concorrentes nos diversos segmentos do mercado. Sendo assim, estes bancos buscam melhorar seu desempenho através de estímulos aos funcionários para promover uma eficácia organizacional (ARAÚJO, 2009). O modelo de remuneração praticado pela organização bancária assume um papel de alavanca das mudanças e se torna uma grande vantagem competitiva, pois é dessa forma que os bancos se tornam cada vez mais eficientes (VILHENA; SICSÚ, 2004).

Percebe-se que de acordo com a política de remuneração dos bancos, todos são bem próximos no que se refere ao reconhecimento, à meritocracia, e a valorização de acordo com o mercado, sempre sobre o desempenho das atividades realizadas. Os bancos privados praticam sua remuneração como uma forma de alinhamento, comprometimento e desempenho dos profissionais com os objetivos organizacionais (FERNANDES; SILVA, 2013). Entretanto, a política de remuneração dos bancos é um tema controverso tanto no plano econômico como no plano social, e por isso têm merecido maior atenção em nível político e didático, pois dentre todos os setores da economia, os bancos possuem maior nível de remuneração (HENRIQUES, 2012).

Uma boa estrutura de remuneração dos gestores alinha os interesses dos diretores presidentes com os dos acionistas e também sinaliza para os demais parceiros estratégicos o perfil de riscos que podem adotar através de suas decisões. (MARCASSA, 2004). Sendo assim, a remuneração variável pode ser utilizada como uma ferramenta que estimula o interesse dos funcionários no desempenho do banco.

2.4. Desempenho Financeiro

O desempenho financeiro das companhias tem sido um tema muito estudado ao longo das últimas décadas, indicando a importância do seu significado e sua relevância (STARLING, 2012).

Para Lebas (1995) o desempenho financeiro é considerado como a consecução de um objetivo da organização, também considerado como o efeito do cumprimento de um exercício ou o funcionamento de um serviço (HERAS; FRANCO, 2011). Concluindo, o desempenho financeiro de uma companhia é o retorno da riqueza investida ao longo de um tempo em que o investidor toma-se um risco em relação ao seu montante (RIGHI; CERETTA; SILVEIRA, 2012).

Quando se realiza uma análise do desempenho financeiro, utilizando as demonstrações contábeis, devem-se considerar tanto as contas patrimoniais quanto as contas de resultado, tendo em vista que cada uma delas é responsável pelo relatório emitido pela companhia. Para se realizar uma análise, a apuração dos índices econômico-financeiros calculados sobre as demonstrações financeiras, é um dos instrumentos mais utilizados que serve para direcionar um bom desempenho durante o período em análise (BACKES et. al., 2008).

Na abordagem clássica da economia política, a maximização do lucro era considerada o objetivo das companhias. Diante desse pressuposto, foram criadas várias medidas que representassem esse aspecto do desempenho (SIMONSEN, 1988). Existem alguns livros que apresentam como medidas, a margem de lucro, o lucro por ação, o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o capital próprio.

Para Araújo e Assaf Neto (2003) a importância da adoção de uma contabilidade baseada em valor, é um importante elemento para que sejam representados os fenômenos econômicos da melhor forma. Sendo assim, a abordagem da lucratividade e da rentabilidade como

dimensões do desempenho financeiro parece refletir a própria evolução das idéias sobre os objetivos dos administradores das empresas.

Porém, é importante destacar que de acordo com algumas propostas, observar apenas a lucratividade, é insuficiente para representar todo o desempenho financeiro de uma organização. Isso porque a lucratividade não representa todos os aspectos incorporados à racionalidade econômica, além de não indicar a distribuição da rentabilidade ao longo prazo (GITMAN, 2009). Diante dessa limitação buscou-se então representar o desempenho financeiro também por meio de métricas que apurem o valor de mercado como o tamanho da empresa.

O Tamanho da empresa também é considerado uma métrica do desempenho financeiro, que juntamente com a lucratividade e a rentabilidade compõem as dimensões do desempenho financeiro das companhias. Juntas, essas métricas podem ter uma melhor compreensão dos acontecimentos de uma economia e reagir de formas diferentes a determinadas estratégias ou mudanças (STARLING, 2012).

Mesmo que existam várias categorias de índices com base nas demonstrações contábeis, neste estudo serão considerados os índices de Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Lucro por Ação (LPA) e o Tamanho da empresa (AT), pois além de serem estatisticamente mais significantes, também foram os índices escolhidos para análise nos trabalhos de Araujo (2012), Camargos, Helal e Boas (2007), Costa (2013), Krauter (2009), Nascimento, Franco e Cherobim (2012), Silva, Mazzioni e Beuren (2012), e Vasconcelos e Monte (2013).

2.5. Pesquisas Anteriores

Abordando o tema da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro, foram encontrados os estudos listados abaixo:

Araújo (2009) analisou as relações entre o modelo de remuneração e de avaliação de desempenho do Banco do Brasil sob o ponto de vista dos funcionários da cidade de Salvador-Bahia, e constatou uma insatisfação com relação ao modelo de remuneração. Já Araujo (2012), observou uma relação estatisticamente positiva e significativa entre a remuneração executiva e o desempenho de companhias abertas brasileiras, concluindo que há aumento da remuneração executiva quando há aumento do retorno para o acionista no exercício.

Banghoj et. al. (2010) encontraram uma relação fraca entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, e que apenas o quadro de diretores é capaz de interferir nas variações das remunerações dos executivos. Camargos, Helal e Boas (2007) concluíram em seu trabalho, que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras de capital aberto que possuem American Depositary Receipts (ADRs) listados em bolsas norte-americanas.

Conyon e Leench (1994) concluíram que, ao contrário do que a Teoria da Agência prevê, há uma fraca relação entre a remuneração e o desempenho, no seu estudo realizado com 294 companhias inglesas entre 1983 e 1986. Core, Holthausen e Larcker (1999) encontraram que o tamanho do quadro de diretores possui relação com a remuneração dos executivos.

Costa (2013) rejeitou a hipótese de relação positiva entre as variáveis de desempenho financeiro no alinhamento de interesses principal-agente, sob forma de remuneração. E concluiu que maiores empresas pagam mais aos seus executivos e que maiores quadros de diretores falham ao representar os interesses do principal, sofrendo extração de renda por parte dos agentes, que se traduzem em altos salários pagos a estes.

Fernandes e Silva (2013) encontraram diferenças relevantes entre o modelo de remuneração dos bancos analisados. De acordo com eles, os maiores bancos pagam mais seus executivos em relação a bancos menores. Funchal e Terra (2006) concluíram que o desempenho da empresa não é uma variável que influencia na remuneração dos executivos, e que o tamanho da empresa exerce influência positiva e estatisticamente significativa sobre a remuneração executiva.

Hubbard e Palia (1993) concluíram que existe uma relação positiva entre o desempenho financeiro e a remuneração do grupo dos executivos nos bancos. Krauter e Sousa (2012) concluíram que não há uma associação significativa entre a remuneração dos executivos com o desempenho financeiro das empresas.

Murphy (1999) concluiu que a remuneração do grupo de executivos e o desempenho financeiro dos bancos analisados possuem uma relação positiva, porém, desde que haja um acordo preestabelecido entre o agente e principal. Nascimento, Franco, e Cherobim (2012) identificaram que a remuneração variável não tem influência positiva nos resultados dos índices financeiros de lucratividade e rentabilidade das empresas do setor elétrico brasileiro, concluindo que a remuneração variável, considerada de forma isolada, não representa fator de satisfação entre os profissionais que atuam no setor elétrico.

E por fim, Silva, Mazzioni e Beuren (2012) concluíram que há relação positiva entre tamanho da empresa e a remuneração dos gestores, e que a remuneração dos executivos está associada apenas ao desempenho de mercado das empresas pesquisadas. E Ventura (2013) encontrou que a variável Ativo, a qual tem a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva, e que a medida de desempenho, patrimônio líquido, foi determinante na remuneração executiva.

3. METODOLOGIA

3.1. Modelo

Este trabalho constitui-se de pesquisa quantitativa com corte longitudinal e de delineamento correlacional (GIL, 2002; RICHARDSON, 1985) em que são analisados os bancos com o intuito de explicar a remuneração, por meio das variáveis de desempenho financeiro e de controle.

Para cumprir os objetivos da pesquisa, o presente trabalho fez uso da remuneração classificada, conforme critérios constantes na instrução normativa número 480/2009 (In 480) publicado pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários, que determina a divulgação da remuneração dos membros da alta diretoria. Entretanto assim como nos estudos de Vasconcelos e Monte (2013), apenas a remuneração da diretoria estatutária será levada em consideração neste trabalho, pois esta apresenta seus salários mais atrelados à remuneração variável.

Os cinco anos selecionados para a coleta dos dados das variáveis iniciam-se a partir de 2009 e vão até a data de publicação do último exercício 31/12/2013, uma vez a obrigatoriedade da divulgação das remunerações dos executivos iniciou-se apenas a partir de 2009 (CVM, 2009).

Assim como nos trabalhos de Camargos, Helal e Boas (2007), e Vasconcelos e Monte (2013) este trabalho faz uso da análise regressão de linear estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Para os cálculos estatísticos foi empregado o programa *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). Abaixo se verifica a equação matemática geral do modelo de regressão linear múltipla (HENRIQUES, 2010):

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + E$$

Onde:

Y = Variável dependente: Remuneração dos executivos.

X1 e X2 = Variáveis independentes: Desempenho financeiro.

β_0 , β_1 e β_2 = Parâmetros desconhecidos do modelo (a estimar).

E = Variável aleatória residual.

Baseando-se nos trabalhos de Costa (2013), Krauter (2009) e Araujo (2012), as variáveis de pesquisa foram aplicadas ao modelo geral, obtendo os três modelos em análise:

- 1) $RT_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$
- 2) $RV_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$
- 3) $PRV_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$

Onde:

RT_{ij} = Remuneração Total Média Individual recebida pelos membros da diretoria estatutária do banco i no tempo j.

RV_{ij} = Remuneração Variável Média Individual recebida pelos membros da diretoria estatutária do banco i no tempo j.

PRV_{ij} = Proporção da Remuneração Variável sobre a Remuneração Total estatutária do banco i no tempo j.

ROA_{ij} = Retorno sobre Ativos do banco i no tempo j.

ROE_{ij} = Retorno sobre o Patrimônio Líquido do banco i no tempo j.

LPA_{ij} = Lucro por Ação banco i no tempo j.

NEX_{ij} = Número de membros da diretoria estatutária do banco i no tempo j.

3.2. Coleta e Tratamento de Dados

A amostra foi selecionada com os 26 bancos de capital aberto listados na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa).

Tabela 1: Amostra dos bancos listados na BM&FBovespa em setembro 2014.

Amostra dos Bancos de Capital aberto em setembro 2014	
01 Alfa Holdings S.A.	15 Bco Mercantil De Investimentos S.A.
02 Banestes S.A. - Bco Est. Espírito Santo	15 Bco Mercantil De Investimentos S.A.
03 Bco Abc Brasil S.A.	16 Bco Mercantil Do Brasil S.A.
04 Bco Alfa De Investimento S.A.	17 Bco Nordeste Do Brasil S.A.
05 Bco Amazonia S.A.	18 Bco Panamericano S.A.
06 Bco Bradesco S.A.	19 Bco Indusval S.A.
07 Bco Brasil S.A.	20 Bco Mercantil De Investimentos S.A.
08 Bco Btg Pactual S.A.	21 Bco Mercantil Do Brasil S.A.
09 Bco Daycoval S.A.	22 Bco Nordeste Do Brasil S.A.
10 Bco Estado De Sergipe S.A. - Banese	23 Bco Panamericano S.A.
11 Bco Estado Do Para S.A	24 Bco Patagonia S.A.

12 Bco Estado Do Rio Grande Do Sul S.A.	25 Bco Pine S.A.
13 Bco Industrial E Comercial S.A.	26 Bco Santander (Brasil) S.A.

Fonte: BM&FBovespa (2014).

A coleta dos dados que compõe a remuneração e o número dos membros da diretoria estatutária, foi retirada do item 13.2 dos formulários de referência emitidos pela BM&FBovespa e visualizados através da base de dados SinC, um software criado por uma equipe de alunos e professores da Universidade Federal do Ceará. Já os dados necessários para os cálculos dos indicadores financeiros: ROA, ROE e LPA, juntamente com o ativo total das empresas, foram extraídos da base de dados ECONOMÁTICA® e calculados pelo Microsoft Office Excel 2010.

Para a demonstração das variáveis dependentes, primeiro dividiu-se a remuneração total pelo número de membros da diretoria estatutária para encontrar a remuneração total média individual (RT). A segunda variável dependente foi calculada pela divisão da remuneração variável sobre o número de membros da diretoria estatutária, e obteve-se a remuneração variável média individual (RV). Por fim, a terceira variável dependente foi encontrada através da remuneração variável dividida pela remuneração total, para se obter a proporção da remuneração variável sobre a remuneração total (PRV).

Para a análise do desempenho financeiro, assim como no trabalho de Costa (2013), foram utilizados os seguintes indicadores: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o lucro por ação (LPA); além das variáveis de controle que são: o ativo total (AT) e o número de membros da diretoria estatutária (NEX). Estas cinco variáveis compõem as variáveis independentes a serem analisadas nas equações.

Neste trabalho, assim como no de Araujo (2012) e Costa (2013), o ativo total (AT) e o número de membros da diretoria estatutária (NEX) são utilizados para mensurar o tamanho dos bancos e verificar se o tamanho impacta na remuneração dos executivos.

Com a proposta de reduzir a assimetria nos dados coletados, assim como no trabalho de Araujo (2012), Costa (2013) e Camargos, Helal e Boas (2007), a variável ativo total será tratada sob a forma de logaritmo natural, a fim de reduzir a assimetria dos dados ao se transformar as variáveis em medida de mesma ordem de grandeza (BAKER; WURGLER, 2003; YOSHINAGA, 2009).

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

De acordo com a Tabela 2, há um número pequeno de membros na diretoria estatutária, e um elevado valor de Ativos totais nos bancos. Para Conyon e Leench (1994), o ativo total da empresa é relevante, pois a remuneração dos executivos é influenciada pelo tamanho da companhia.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis dos modelos de 2009 a 2013.

<i>Variável</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Moda</i>
ROA	0,03	0,06	-0,04	0,02	0,61	-
ROE	0,07	0,63	-6,98	0,13	0,40	-
LPA	2,00	2,79	- 1,80	1,00	14,79	-

AT	135.288.822,54	283.109.034,97	101.368,00	10.520.353,50	1.162.167.882,00	-
NEX	14	17	3	7	91	6

Fonte: Elaborado pela autora com os dados da amostra.

A partir da Tabela 3 são demonstrados os resultados para os testes realizados. Cabe destacar que a escolha dos coeficientes de análise, fez-se de acordo com o trabalho de Camargos, Helal e Boas (2007).

$$1) RT_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Tabela 3: Resultados do teste do modelo (1) com variável dependente RT.

Análise do modelo		Análise das variáveis			
		Variável	Estatística t	P-value	VIF
R	0,686 ^a	(Constant)	- 14146271,75	0,000	-
R Square	0,471	LPA	-176664,274	0,015	1,398
Adjusted R	0,449	ROA	9193845,107	0,011	1,388
Std. Error Estim.	1928949,048	ROE	251009,604	0,362	1,036
F Change	22,039	Ln_AT	993378,833	0,000	1,909
df1	5	NEX	- 25461,182	0,062	1,880
df2	124				
Sig. F Change	0,000				

Fonte: Elaborada pela autora com base nos resultados do SPSS.

O modelo apresentou poder explicativo de aproximadamente 47%, e correlação ao nível de 1%. Os indicadores LPA, ROA, AT e NEX apresentaram coeficientes p-value inferiores a 10%, demonstrando a relação dessas variáveis com a remuneração, embora o LPA e NEX tenham apresentado relação negativa.

$$2) RV_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Tabela 4: Resultados do teste do modelo (2) com variável dependente RV.

Análise do modelo		Análise das variáveis			
		Variável	Estatística t	P-value	VIF
R	0,721 ^a	(Constant)	- 15235897,23	0,000	-
R Square	0,520	LPA	- 163569,819	0,073	2,593
Adjusted R	0,495	ROA	7953811,720	0,014	1,400
Std. Error Estim.	1676469,177	ROE	2450197,620	0,340	2,098
F Change	20,587	Ln_AT	1023399,120	0,000	2,305
df1	5	NEX	- 46061,523	0,000	2,084

df2	95
Sig. F Change	0,000

Fonte: Elaborada pela autora com base nos resultados do SPSS.

Para o modelo (2), o percentual de correlação ao quadrado foi de 52%. Neste modelo os resultados do teste, foram os mesmos resultados do modelo anterior, em que o LPA, ROA, AT, e NEX se relacionam com a remuneração variável, embora seja negativa a relação do LPA e NEX.

$$3) PRV_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + \beta_2 ROE_{ij} + \beta_3 LPA_{ij} + \beta_4 AT_{ij} + \beta_5 NEX_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Tabela 5: Resultados do teste do modelo (3) com variável dependente PRV.

Análise do modelo		Análise das variáveis			
		Variável	Estatística t	P-value	VIF
R	0,566 ^a	(Constant)	- 1, 088	0, 000	-
R Square	0, 321	LPA	0, 009	0, 465	2, 593
Adjusted R	0, 285	ROA	0, 097	0, 830	1, 400
Std. Error Estim.	0, 2381894929	ROE	- 0, 342	0, 348	2, 098
F Change	8,964	Ln_AT	0, 092	0, 000	2, 305
df1	5	NEX	- 0, 002	0, 291	2, 084
df2	95				
Sig. F Change	0, 000				

Fonte: Elaborada pela autora com base nos resultados do SPSS.

Neste último modelo (3), obteve-se o menor percentual de correlação dentre os três modelos, aproximadamente 32%. O modelo também apresentou uma correlação estatisticamente significativa, de 1%. Nos três modelos estimados, observa-se que todos os valores do fator de inflação da variância (VIF) demonstraram que não há problemas de colinearidade entre as variáveis independentes. Observa-se aqui que apenas o Ativo Total possui relação significativa, ficando excluídas todas as outras variáveis.

Dentre as variáveis de controle, tanto o Ativo Total (AT) quanto o número de membros da diretoria estatutária (NEX) possuem relação com remuneração dos executivos. Assim como nas pesquisas de Araujo (2012), Costa (2013), e Silva, Mazzioni e Beuren (2012), este trabalho também encontrou uma relação positiva e significativa entre o tamanho da empresa, mensurado pelo ativo total, e a remuneração dos executivos, indicando que as remunerações dos executivos vêm aumentando juntamente com o crescimento dos bancos.

Para a variável número de membros da diretoria estatutária (NEX) os resultados obtidos pelos estudos de Core, Holthausen e Larcker (1999), Banghoj et al. (2010), indicam uma relação positiva e significativa entre tamanho do quadro de diretores e a remuneração.

Entretanto, nesta pesquisa os resultados foram que quanto menor o número de membros da diretoria estatutária, maiores são suas remunerações, corroborando com os resultados de Costa (2013) e Ventura (2013) ao constatar que os bancos fornecem uma remuneração maior aos cargos hierarquicamente mais elevados. Esse resultado falha ao

representar os interesses do principal, sofrendo extração de renda por parte dos agentes, que se traduzem em altos salários pagos a estes (Costa, 2013).

Por fim, obteve-se que dentre as variáveis de desempenho financeiro, tanto para o modelo (1) quanto para o modelo (2), apenas o ROA obteve significância positiva em relação com as variáveis dependentes. E quanto ao modelo (3), nenhuma das variáveis de desempenho financeiro se relacionou com o percentual de remuneração variável sobre a remuneração total, convergindo com os resultados encontrados nos trabalhos de Nascimento, Franco e Cherobim (2012), de que as práticas de remuneração variável não têm influência positiva nos resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas estudadas.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho teve como objetivo geral, verificar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros de capital aberto. A amostra deste estudo é formada por 26 bancos de capital aberto, com dados coletados para os anos de 2009 a 2013. Este estudo fez uso de análise de regressão estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários a fim de se testar os três modelos em análise.

Para os modelos (1) e (2), os resultados obtidos foram os mesmos. Neles, verificou-se que o ROA e ativo total (AT), possuem significância positiva em relação à variável dependente remuneração total média individual, enquanto o LPA e o número de executivos (NEX) obtiveram significância negativa e o ROE não teve relação com a remuneração. Já para o modelo (3) com a variável dependente, remuneração variável sobre a remuneração total, apenas o Ativo total foi considerado significativo, enquanto as outras variáveis independentes não demonstraram relação com a variável dependente.

Nesse sentido, estes resultados sugerem que as políticas de remuneração não estão sendo feitas considerando-se os resultados gerados pelas empresas. Desta forma este resultado corrobora com Araujo (2012), que constatou um aumento da remuneração desvinculada do desempenho das companhias, sem que medidas fossem tomadas para adequar esta estimação.

Portanto, de acordo com este trabalho, não há relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. Este resultado corrobora com os resultados dos trabalhos de Nascimento, Franco e Cherobim (2012), Krauter e Sousa (2012), e Costa (2013), que também não encontraram uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro.

Apesar de relevante, existem poucos estudos que conseguiram confirmar a relevância significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas. Alguns deles, tais como Funchal e Terra (2006), e Camargos, Helal e Boas (2007) tem concluído existir apenas uma relação parcial entre os interesses do principal e agente.

Portanto, conclui-se com base nos três modelos testados para a amostra, que não é possível estabelecer relação entre as variáveis de desempenho financeiro para com a remuneração dos executivos.

Dentre as limitações; fez se análise durante um período de cinco anos apenas (2009 a 2013), não levando em consideração, portanto, toda a trajetória dentro dos bancos; além de não considerar no estudo, a comparação com outros setores, tal como a indústria, que também possui forte interferência da remuneração variável na composição da remuneração total dos seus executivos

Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se utilizar o modelo de dados em painel, capaz de observar o corte transversal ao longo de vários períodos de tempo. Além disso, estudos futuros poderiam fazer uso de mais variáveis, por exemplo, EVA e MVA.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; MEHRAN, H. Is Corporate Governance different for Bank holding companies? **Economic Policy Review** (19320426), v. 9, p.123-142, 2003.
- ADUDA J. The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector. **Journal of Accounting and Taxation**.p.130-139. Available online at <<http://www.academicjournals.org/JAT> ISSN 2141-6664>. 2011.
- AGUIAR, A. B.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GONZAGA, R. P. **Associação entre sistema de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial**, RAE, v. 52, n. 1, p. 40-054, 2012.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARAÚJO, A. M. P.; NETO, A. A. **A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor**. Revista Contabilidade e Finanças – Universidade de São Paulo. São Paulo, n. 33, p. 16-32, setembro/dezembro 2003.
- ARAÚJO, I. A., 2009. **A influência da remuneração no desempenho dos funcionários do banco do brasil**. Anais do Núcleo de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia, Salvador, Bahia.
- ARAUJO, J. A. **Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da instrução normativa CVM 480**. Tese de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP. São Paulo, 2012.
- BACKES, N. A. Et al. **Indicadores contábeis mais apropriados para mensurar o desempenho financeiro das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Revista Estratégia e Negócios. Florianópolis, v. 2, n.1, jan./jun. 2009.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Investor sentiment and cross-section of stock returns. Department of Finance, New York University, **Leonard N. Stern School of Business**, New York, USA, November 2, 2003.
- BANGHOJ, J. M.; GABRIELSEN, G.; PETERSEN, C.; PLENBORG, T. **Determinants of executive compensation in privately held firms**. Account.Finance, v.50, n.3, p. 481-510, set.2010.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, pp. 71-92, 2003; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 421. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=364220>
- CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; Boas, A. P. **Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras**. Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 2007.
- CONYON, M. J.; LEECH, D. Top pay, company performance and corporate governance. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Oxford, v.56, n.3, p.332-351, 1994.
- CORE, J.; HOUTHAUSEN, R.; LARCKER, D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**, v.51, n.3, mar.1999, p. 371-406.

- COSTA, T. R. **Análise dos determinantes da remuneração dos executivos em instituições financeiras bancárias de capital aberto**. 2013. 74 f., il. Monografia (Bacharelado em Administração). Universidade de Brasília, Brasília, 2013.
- EISENHARDT, K. Agency Theory: An Assessment and Review, **Academy of Management Review**, 1989, Vol.14. No. 1, 57-74.
- FERNANDES, F. C.; SILVA, J. C. **Remuneração dos executivos: análise dos quatro maiores bancos privados listados na BM&FBOVESPA**. Associação nacional de pós-graduação e pesquisa em administração (ENANPAD). Rio de Janeiro - RJ, 2013.
- FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R.S.; **Remuneração de Executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas**. 30º Encontro da ANPAD, 23 a 27 de setembro de 2006, Salvador –BA, Brasil.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Harbra, 2009.
- HENRIQUES, C. **Análise de regressão linear simples e múltipla**. Escola Superior de Tecnologia de Viseu. Departamento de Matemática. 2010/2011.
- HENRIQUES, F. C. **A remuneração dos administradores dos bancos**. Tese de Mestrado (Mestrado em Direito e Gestão). Universidade Católica Portuguesa, Escola de Lisboa, Faculdade de Direito & Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais. Lisboa, 2012.
- HERAS, M.; FRANCO, M. From performance measurement to performance management. Electives Full Time MBA- **Performance Management Association** c/o Andy Neely Institute for Manufacturing University of Cambridge; September 2011; Term 4 & Term 5; pg. 76.
- HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Executive pay and performance Evidence from the U.S. banking industry. **Columbia Business School, Columbia University New York, NY 10027, USA** (Received March 1993; final version received December 1994).
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E; CARVALHO, L. N. **Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução**. USP, São Paulo, 2005.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, N. York, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHN, K, QIAN, Y. Incentive features in CEO compensation in the banking industry. **Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York**; April 2003; 9, 1; ABI/INFORM Global. pg. 109.
- KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. 180f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- KRAUTER, E.; SOUSA A.F. (2008): **A relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas**. In: SEMEAD, 11., São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP. CD-ROM.
- LEBAS, M. J. Performance measurement and performance management. **International Journal of Production Economics**, 1995, vol. 41, issue 1-3, p. 23-35.
- MACHADO, D. G.; BEUREN I. M. **Política de Remuneração de Executivos: Um Estudo em Empresas Industriais Brasileiras, Estadunidenses e Inglesas**. VI Encontro de estudos em estratégia ANPAD, Bento Gonçalves/RS – 19 a 21 de maio de 2013.
- MARCASSA, A. C. **Mecanismos de governança corporativa em bancos**. In: Semana de contabilidade do banco central, 2000. Anais eletrônicos... Brasília, 2000. Disponível em: Acesso em: 30 dez. 2010.

- MARTINEZ, A. L. **Agencytheory na pesquisa contábil**. In: Encontro Nacional da Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 22, 1998, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.
- MURPHY, K. J. "Executive Compensation," in Handbook of Labor Economics. **Orley Ashenfelter and David Card, eds.** Amsterdam: North Holland, pp. 2485–563. 1999.
- NASCIMENTO, C.; FRANCO, L. M. G.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico**. Revista Universo Contábil, v.8, n.1, p 22-36, jan/mar., Blumenau, SC, 2012.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1985.
- RIGHI, M. B.; CERETTA P. S.; SILVEIRA V. G. **Análise de desempenho financeiro setorial no mercado brasileiro**. Revista do Departamento de Ciências Econômicas, do Departamento de Ciências Administrativas e do Programa de Pós-Graduação em Administração – Universidade de Santa Cruz do sul, Nº 36, Julho/Dezembro 2012.
- SILVA, J. O. ; AILLON, H. S. ; SARTORELLI, I. C. ; BEZERRA, F. A. **Remuneração Variável dos Gestores e o Conservadorismo Contábil**. In: VI Congresso ANPCONT, 2012, Florianópolis. Cont. e Desenvolvimento Organizacional Frente às Dinâmicas Sociais, 2012.
- SILVA, J.O. **Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras**. 2010. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2010.
- SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S.; BEUREN, I. M. **Análise da relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto**. XIX Congresso Brasileiro de Custos, Bento Gonçalves, RS, Brasil, 12 a 14 de novembro de 2012.
- SIMONSEN, M. H. **Teoria Microeconômica: Teoria da concorrência perfeita, teoria da concorrência imperfeita**. 3ª edição. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, v. II, 1988.
- STARLING, R. N. **Desempenho financeiro, mudanças estratégicas e concentração do setor: relações temporais em empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de Brasília, Brasília, 2012.
- TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; PIZETTA, K. C. **Associação entre risco e sistemas de incentivos gerenciais das empresas**. In: Encontro da associação nacional de programas de pós-graduação em administração (ENANPAD), 34, 2010, Rio de Janeiro-RJ.
- TOVIANSKY, D. **A turma do milhão encolheu**. Revista Exame, Ed. 1047, na 47, nº 15, 17 de out. de 2012. São Paulo-SP, 2012.
- VASCONCELOS, A. F; MONTE, P. A. **A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras**. Registro Contábil – UFAL, Maceió – AL. Vol. 4, nº1, p 1-17, jan/abr. 2013.
- VENTURA, A.F. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Tese de mestrado – UnB, UFPB, UFRN. João Pessoa – PB, 2013.
- VILHENA, F.; SICSÚ, J. **Mapeamento da produtividade do trabalho nos bancos brasileiros**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 25, n. 1, p. 115-144, abr. 2004.
- YOSHINAGA, C. E. **A relação entre índice de sentimento de mercado e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel**. 2009. 176f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2009.