

DOI: <http://dx.doi.org/10.9771/rcufba.v16i1.54917>

## DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA: UMA ANÁLISE DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS ENTRE OS ANOS DE 2015 E 2020

*Determinants of executive remuneration: an analysis of banking financial institutions between 2015 and 2020*

**Thaís Regis Costa**

Universidade de Brasília  
thasregiscosta@gmail.com

### RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo geral examinar os determinantes da remuneração executiva das Instituições Financeiras Bancárias (IFBs) listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), a partir de uma amostra de 15 empresas, entre os anos de 2015 e 2020. Sob o fundamento da Teoria da Agência e da abordagem do Managerial Discretion, buscou-se explicar a remuneração executiva por meio de variáveis de desempenho financeiro e de tamanho da empresa, sob o pressuposto de que estas estariam positivamente relacionadas com a remuneração dos executivos. Com base em dados coletados no sistema Economática e nos Formulários de Referência emitidos pelas empresas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e, por meio do emprego da metodologia de regressão com dados em painel, os achados apontaram que: (i) apenas uma das variáveis de desempenho apresentou a relação esperada com a variável dependente; e, (ii) a remuneração executiva pode ser explicada pelo tamanho da empresa. Por fim, sugeriu-se para pesquisas futuras: (i) a inclusão de indicadores de governança corporativa na análise de dados em painel; (ii) um estudo comparativo entre as IFBs em análise e as demais instituições financeiras listadas no sítio do Banco Central; e, (iii) a avaliação dos impactos das variáveis explicativas em cada componente do pacote remuneratório dos executivos.

**Palavras-chave:** Remuneração Executiva. Desempenho Financeiro. Tamanho da Empresa. Instituições Financeiras Bancárias.

## ABSTRACT

*This research aimed to examine the determinants of executive compensation of Banking Financial Institutions (IFBs) listed on Brasil, Bolsa, Balcão (B3), based on a sample of 15 companies, between the years 2015 and 2020. Based on Agency Theory and the Managerial Discretion approach, an attempt was made to explain executive compensation through financial performance and company size variables, under the assumption that these would be positively related to executive compensation. Based on data collected in the Economática system and in the Reference Forms issued by the companies with the Securities and Exchange Commission (CVM), and, through the use of the regression methodology with panel data, the findings indicated that: (i) only one of the performance variables showed the expected relationship with the dependent variable; and, (ii) executive compensation can be explained by the size of the company. Finally, it was suggested for future research: (i) the inclusion of corporate governance indicators in panel data analysis; (ii) a comparative study between the IFBs under analysis and the other financial institutions listed on the Central Bank website; and, (iii) the assessment of the impacts of the explanatory variables on each component of the executives' compensation package.*

**Keywords:** *Executive Compensation. Financial Performance. Company size. Banking Financial Institutions.*

## 1 INTRODUÇÃO

À medida que as empresas cresceram e ganharam contornos de complexidade, a separação entre propriedade e controle passou a permear o ambiente organizacional enquanto forma eficiente de organização (Fama, 1980). Desta tônica, emergiu o fenômeno de pulverização do capital, e, por consequência, sob a figura do acionista, a propriedade material passou a refletir-se em “um pedaço de papel representativo de uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa” (Berle & Means, 1932, p. 82).

Neste contexto, a propriedade, sob a figura dos acionistas, e, o controle, representado pelos executivos ou gestores profissionais, constituem polos opostos, maximizadores de utilidade, cujos interesses divergentes se contrapõem por meio de interações antagônicas no âmbito empresarial (Jensen & Meckling, 1976).

Levando em conta o interesse prioritário dos acionistas de que os executivos tomem decisões alinhadas com seus interesses de maximização do valor da firma, surgem indagações a respeito dos dispositivos contratuais que incentivem os gestores a agirem em consonância com os interesses dos proprietários. Neste sentido, cabe citar estudos seminais como os de Jensen e Meckling (1976) e de Fama (1980), os quais já perscrutavam o papel da remuneração em relação ao pretendido alinhamento de interesses.

A exemplo do trabalho empreendido por Costa (2013), este estudo objetiva descrever os determinantes da remuneração executiva no setor bancário brasileiro, com vistas a responder à seguinte pergunta de pesquisa:

Quais fatores determinam a remuneração dos executivos das Instituições Financeiras Bancárias brasileiras de capital aberto?

A pretendida resposta à pergunta supramencionada se fundamenta no cumprimento dos seguintes objetivos específicos: (i) descrever a remuneração dos executivos; (ii) descrever e definir indicadores de desempenho financeiro das empresas; (iii) descrever e definir uma proxy de tamanho das empresas; (iv) testar a relação entre os determinantes, a saber, desempenho financeiro e tamanho das empresas, e a remuneração dos executivos das IFBs de capital aberto.

Este estudo se justifica pela escassez de trabalhos que buscam explicar a remuneração dos executivos brasileiros, especificamente, no tocante ao setor bancário. Acrescentando-se que o contexto no qual se inserem as IFBs constitui um cenário propício para tal investigação,

porquanto apresente altos montantes tanto no que se refere à lucratividade quanto no que concerne à remuneração executiva (Aduda, 2011).

Ainda no que concerne à escolha do setor bancário, conforme pontuaram Sierra, Talmor e Wallace (2004, p. 1, tradução nossa): os “... bancos são relativamente homogêneos em muitas de suas características operacionais, o que permite o controle de fatores indeterminados.

As seções subsequentes compreendem: a fundamentação teórica; os procedimentos metodológicos adotados na investigação do tema; a descrição e análise dos resultados de pesquisa; e, por último, as considerações finais, que tratam das limitações do presente artigo e, sobretudo, de sugestões para estudos futuros na área.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Embora não haja consenso na literatura no que tange aos determinantes da remuneração executiva, de forma geral, os trabalhos acadêmicos lançam mão de proxies de desempenho financeiro e de tamanho da empresa como determinantes econômicos, visando a aferir os impactos das mencionadas variáveis nas políticas de compensação dos gestores (Shah, Javed & Abbas, 2009).

Posto isso, este tópico pretende abordar os pressupostos da Teoria da Agência e da abordagem do Managerial Discretion, propondo relações entre as variáveis explicativas de desempenho financeiro e de tamanho da empresa, e a variável dependente, remuneração, de modo a vislumbrar determinantes para a remuneração dos executivos do setor bancário.

### **2.1 TEORIA DA AGÊNCIA: DESEMPENHO FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

De forma sucinta, a Teoria da Agência se propõe a explicar os conflitos que se desdobram nas organizações, decorrentes das relações contratuais, partindo dos seguintes pressupostos: individualismo e comportamento oportunista, assimetria informacional e custos de agência, que, por sua vez, se segmentam em custos de monitoramento e de incentivos (Subramaniam, 2018).

Jensen e Meckling (1976) e Fama (1980) aduzem que tais relações contratuais conflituosas advêm da própria natureza da firma, que, na visão dos referidos autores, consiste em uma ficção legal, traduzida em um complexo de contratos, os quais congregam fornecedores de inputs em torno da produção de outputs, imersos em um contexto de individualismo, isto é, cada um age em benefício próprio de forma a maximizar sua utilidade.

Neste sentido, Weston e Brigham (2004) destacam dois principais tipos de conflitos de agência, a saber: entre acionistas e gestores e entre acionistas e credores. Destacando-se que o primeiro conflito constitui o escopo do presente estudo, uma vez que se propôs a investigar o papel da remuneração, sob a ótica do alinhamento de interesses entre acionistas/proprietários/principal e gestores/executivos/agente.

Sob a perspectiva de Jensen, Murphy e Wruck (2004), tendo em vista que os agentes são maximizadores de utilidade, não é natural pressupor que as decisões dos gestores sejam integralmente pautadas nos interesses dos acionistas.

Esmiuçando tais relações conflituosas, especificamente, no que se refere à predisposição à assunção de riscos, Depken, Nguyen e Sarkar (2006) ressaltam que os acionistas se revelam neutros ao risco, uma vez que dispõem da possibilidade de diversificação do capital, sob o respaldo da teoria de portfólio, enquanto os gestores/agentes se mostram avessos ao risco, em face das próprias limitações de diversificação de seu capital humano.

Ainda a respeito do apetite ao risco, Depken, Nguyen e Sarkar (2006) postulam que o principal anseia que o agente assuma projetos de alto risco, visando à maximização do valor da

companhia, enquanto o agente tende a se envolver em intentos de menor risco, tendo em vista que seu desempenho, geralmente, é mensurado por meio de índices de lucratividade.

Neste contexto, haja vista as dificuldades do principal em monitorar o comportamento do agente, em função da assimetria informacional, cabe investigar as influências que as métricas de desempenho financeiro exercem na remuneração dos executivos, e, mais do que isso, examinar o potencial de alinhamento de interesses proveniente das aludidas influências.

No tocante às métricas de desempenho financeiro, cumpre ressaltar estudos precursoros como os de Holmstrom e Milgrom (1987) e de Lambert e Larcker (1987), os quais arguíram que contratos ótimos de remuneração se mostram diretamente responsivos às oscilações dos índices de performance, de maneira a informar o principal acerca do desempenho do agente, com vistas ao alinhamento de interesses.

Não obstante a preponderância da premissa de relação direta e positiva entre desempenho financeiro e remuneração executiva, não há consenso na literatura quanto à intensidade desta relação (Gregg, Jewell & Tonks, 2010). Para fins didáticos, são elencados, na sequência, estudos que corroboram a relação entre performance e remuneração executiva, e, em seguida são arrolados trabalhos que não encontraram significância estatística para tal relação.

No que diz respeito aos estudos que aferiram relações estatísticas significantes entre as variáveis de desempenho financeiro e a remuneração, citam-se: Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), Frydman e Sacks (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Raithatha e Komera (2016) e Ascherl, Schrand, Schaeffers e Dermisi (2019).

Detalhando os estudos mais recentes, primeiramente, tratando de Raithatha e Komera (2016), os autores partiram de uma amostra de empresas indianas e analisaram os impactos na remuneração tanto de métricas contábeis de desempenho quanto de métricas de mercado. Os resultados demonstraram que somente as métricas contábeis de desempenho apresentaram relação significativa com a remuneração executiva.

No que tange à pesquisa de Ascherl et al. (2019), os autores investigaram se a remuneração dos executivos da indústria de Real State Investment Trust (REIT), grosso modo, empresas que operam no mercado de imóveis, pode ser determinada pelo desempenho financeiro. Tendo em vista o enfoque da pesquisa, mercado imobiliário, os resultados evidenciaram que, durante a crise de 2008, não foi verificada relação entre remuneração e desempenho, no entanto, no contexto pós-crise, os indicadores de performance demonstraram forte ligação com os pacotes de remuneração executiva.

Em contraponto, trabalhos como os de Houston e James (1995), John e Qian (2003), Doucouliagos, Haman e Askary (2007), Shah, Javed e Abbas (2009), Banghoj, Gabrielsen, Petersen e Plenborg (2010), Aduda (2011), Iqbal, Khan e Ali (2012) e Luo e Jackson (2012), não aferiram significância estatística na relação entre remuneração e desempenho financeiro.

Para além das reflexões acerca da significância estatística mensurada nos estudos, cabe ressaltar a recente pesquisa de Le, Shan e Taylor (2020), que se propôs a examinar a utilização das métricas de desempenho financeiro na determinação da remuneração executiva, por meio da análise dos quatro principais bancos comerciais australianos. Os achados evidenciaram que o desempenho financeiro não é mensurado pelos pares de uma forma diretamente comparável, uma vez que algumas métricas às quais a remuneração é atrelada não são objetivamente verificáveis, ou seja, indicadores não financeiros de desempenho, e,

portanto, subjetivos, também são utilizados como mecanismos de incentivo no alinhamento de interesses agente-principal.

Do exposto, e, tomando por base as premissas clássicas da Teoria da Agência, esta pesquisa assume na hipótese de pesquisa que altos níveis de desempenho financeiro determinam altos níveis de remuneração. Deste modo, pretende-se medir o alinhamento de interesses agente-principal sob o pressuposto de uma relação positiva entre performance financeira e remuneração executiva.

## **2.2 MANAGERIAL DISCRETION: TAMANHO DA EMPRESA E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

Hambrick e Finkelstein (1987) definem o constructo *managerial discretion* ou, em tradução livre, arbítrio administrativo, como a complexidade inerente à tarefa do gestor de tomar decisões, uma vez que cabe a este fazer escolhas estratégicas em face de uma miríade de opções/caminhos. De forma mais aprofundada, tal constructo visa à mensuração dos impactos da decisão executiva e, em que extensão, esta afeta o destino da organização (Finkelsteins & Boyd, 1998).

Atinente aos estudos que se propuseram a investigar o *managerial discretion*, a priori, destacam-se as abordagens de Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006) e de Finkelstein (2009).

Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), visando à mensuração do conceito de qualidade do gestor, tendo em vista que o *managerial discretion*, em última instância, expressa as habilidades do executivo em fazer escolhas estratégicas, lançaram mão de três categorias para tal, a saber: crescimento das operações, riscos intrínsecos à tomada de decisão e tamanho da empresa.

Ademais, Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), abordando a categoria de tamanho da empresa, postulam que o tamanho constitui variável inerente à qualidade do gestor, porquanto o porte da empresa determine o grau de complexidade da tarefa de escolher estrategicamente, por conseguinte, quanto maior o tamanho da empresa, maior a complexidade da tarefa, maiores as exigências de qualidade, e, maior deve ser a remuneração atribuída ao executivo.

Finkelstein (2009, p. 43, tradução nossa), por sua vez, examinou os impactos do arbítrio administrativo na determinação da remuneração executiva nos contextos intra e interorganizacionais, aferindo que “o *discretion* pode se constituir em uma importante explicação teórica referente aos motivos pelos quais as práticas de remuneração do CEO mostram-se dissonantes no cotejo entre as indústrias”.

Posto isso, enquanto na literatura que cuida das relações desempenho-remuneração não foi verificado consenso, os estudos que se propõem a mensurar o elo entre o tamanho da empresa e a remuneração executiva, mormente, revelam relação positiva entre tais variáveis, convergindo neste sentido: Barro e Barro (1990), Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), Doucouliagos, Haman e Askary (2007), Finkelstein (2009), Shah, Javed e Abbas (2009), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Iqbal, Khan e Ali (2012), Luo e Jackson (2012) e Obermann e Velte (2018).

### **2.3. ESTUDOS BRASILEIROS**

No que se refere à literatura nacional, ainda se faz limitada em decorrência da restrição dos dados disponíveis, os estudos que antecederam à publicação da Instrução CVM n. 480 (2009) se fundamentam em dados divulgados voluntariamente, e, os trabalhos posteriores ainda carecem de acesso a informações mais fidedignas.

Dada a relatada escassez de trabalhos na literatura nacional que se prestaram a investigar a temática em pauta, seguem elencados e sintetizados no Quadro 1 os principais estudos brasileiros.

### Quadro 1

#### *Estudos brasileiros – Execução da despesa pessoal*

| <b>Autor</b>                                     | <b>Objetivo</b>  | <b>Resultados</b>   |
|--|--|---|
| Silva e Camargos (2008)                          | Observar como a remuneração dos executivos de empresas que têm <i>American Depositary Receipt</i> (ADR) lançados em bolsas norte- americanas é impactada por variáveis de desempenho e governança. | Relação significativa e positiva entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro da empresa, e entre variáveis ligadas ao conselho de administração. A relação positiva entre remuneração e desempenho refletiu o uso da remuneração no sentido de sanar os problemas de agência, no entanto, especulou-se que a associação positiva com as estruturas de governança pode estar atrelada a um possível comportamento de expropriação por parte dos agentes. |
| Silva e Beuren (2010)                            | Examinar a evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).   | As empresas não vêm atendendo às políticas mais rígidas de transparência impostas pelos órgãos reguladores, o que prejudica os usuários das informações contábeis e a condução de pesquisas na área.  |
| Costa (2013)                                     | Examinar os determinantes da remuneração executiva das IFBS de capital aberto, entre os anos de 2007 e 2011.   | Os resultados evidenciaram que: as variáveis de desempenho financeiro não apresentaram relações significativas com a variável dependente, remuneração; e as <i>proxies</i> de tamanho da empresa e de tamanho do quadro de diretores, atinente à governança corporativa, relacionaram-se positivamente com a remuneração, se destacando como determinantes da variável dependente em estudo.  |
| Silva, Costa, Loureiro, Savoia e Bergmann (2018) | Verificar as características das empresas (indicadores financeiros e de estrutura de governança) que proporcionam a concessão de remuneração na forma de opções de ações.                          | Os achados apontaram que a alavancagem financeira impacta negativamente na probabilidade de concessão de opções de ações no pacote remuneratório, enquanto as variáveis relacionadas aos membros de Conselho de Administração não apresentaram relação estatística significativa.   |
| Silva, Silva, Luca e Vasconcelos (2018)          | Analisar a relação entre indicadores de desempenho e remuneração de 48 empresas participantes do Ibovespa.   | Os resultados demonstraram que inexistiu relação significativa entre a remuneração dos diretores-executivos e as variáveis de desempenho: Lucro por Ação e Retorno sobre Patrimônio Líquido. Por outro lado, foram aferidas relações significativas entre remuneração executiva e indicadores de Q Tobin e a variação do Valor de Mercado.  |

|                                 |  |   |
|---------------------------------|--|---|
| Rissatti e Souza (2019)         | Identificar os determinantes da remuneração executiva dos integrantes do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal de companhias abertas listadas no índice Ibovespa. | Dentre os achados destaca-se que: conselhos maiores têm influência direta sob os pacotes remuneratórios; a independência afeta diretamente a remuneração executiva; e, empresas inseridas em ambiente fortemente regulado pelo Estado tendem a apresentar menores planos de remuneração.  |
| Santos e Silva (2019)           | Testar a relação entre desempenho econômico-financeiro e remuneração executiva, tanto no contexto das empresas brasileiras familiares quanto das não familiares, ambas de capital aberto.            | Os resultados evidenciaram que nas empresas familiares os executivos auferem menores montantes de remuneração, uma vez que os custos de agência se revelam menores. Para além da discussão dos impactos das variáveis econômico-financeiras, foram levantadas como possíveis causas para as diferenças aferidas nas empresas familiares questões como tradição, objetivos não econômicos e planejamento no longo prazo. |
| Ermel e Medeiros (2020)         | Investigar os determinantes da remuneração baseada em ações em 287 empresas listadas na B3.  | Dos achados, ressalta-se um possível trade-off entre remuneração pecuniária e em ações, haja vista o aumento dos índices de endividamento verificado, visto que o montante concedido em ações se relaciona negativamente com o endividamento das empresas, pois, a empresa escolher remunerar os executivos com títulos patrimoniais para incorrer em menor exposição a riscos sistêmicos.                              |
| Beuren, Pamplona e Leite (2020) | Examinar a relação da remuneração executiva com variáveis de desempenho financeiro e de política de investimentos em empresas familiares e não familiares listadas na B3.                            | Os resultados evidenciaram que a remuneração variável de curto prazo demonstra relação tanto com os indicadores de desempenho quanto com a política de investimentos, em contrapartida, não foram aferidas relações significantes para a remuneração variável de longo prazo. Ademais, os impactos  |

Fonte: Elaboração própria.

A próxima seção dispõe sobre o método empregado na coleta e na análise dos dados, o qual permitiu testar as hipóteses de pesquisa e depreender quais são de fato as variáveis determinantes da remuneração dos executivos.

### 3 METODOLOGIA

O presente artigo buscou replicar o estudo desenvolvido por Costa (2013), desta forma, a exemplo do referido estudo, os procedimentos metodológicos empregados caracterizaram a pesquisa como inferencial e quantitativa, uma vez que se utilizou da técnica de análise de dados em painel, no intuito de explicar a remuneração por meio de variáveis de desempenho financeiro e de tamanho da empresa, com base em uma série temporal que compreendeu os anos de 2015 a

2020 (Casella & Berger, 2002, Gujarati e Porter, 2011).

Quanto à amostra, por critérios de amostragem intencional por julgamento, haja vista que objetivou-se estudar o setor bancário, de uma população de 161 Instituições Financeiras Bancárias, do tipo Bancos Comerciais, Múltiplos e Caixas Econômicas listadas no sítio do Baco Central (2021), selecionou-se uma amostra de 33 IFBs de capital aberto, ou seja, que por força da Instrução CVM n. 480 (2009), devem, obrigatoriamente divulgar suas políticas remuneratórias no sítio da Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Ademais, a coleta de dados ocorreu por pesquisa documental, uma vez que as variáveis explicativas foram coletadas na base de dados Econômica, enquanto as informações relativas à remuneração, disponíveis no sítio da B3, foram consultadas nos Formulários de Referência emitidos pelas empresas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Em decorrência da incompletude das informações obtidas na primeira coleta, em ambas as bases, seja pela concessão de liminares às empresas pelo Judiciário, seja pela simples ausência de divulgação, a amostra teve que ser reduzida. Por consequência, a amostra passou a compor-se por 15 empresas, designadas entre parênteses pelo código de seus ativos negociados na B3, a saber: Banco do Brasil S. A. (BBAS3), Banco de Brasília S.A. (BSLI4), Banco do Estado do Pará S.A. (BPAR3), Banco do Nordeste do Brasil S. A. (BNBR3), Banco do Estado de Sergipe S. A. (BGIP4), Banco Mercantil do Brasil S. A. (BMEB4), Banco do Estado do Espírito Santo S. A. (BEES3), Banco ABC Brasil S. A. (ABCB4), Banco BTG Pactual S. A. (BPAC11), Banco Pan S. A. (BPAN4), Banco Bradesco S. A. (BBDC4), Itaú Unibanco Holding S. A. (ITUB4), Banco Pine S. A. (PINE4), Banco Santander (Brasil) S. A. (SANB11) e Banco do Estado do Rio Grande do Sul S. A. (BRSR6).

No tocante à mensuração das variáveis, a variável de remuneração foi expressa por meio do valor de remuneração média total anual da Diretoria Estatutária, constante no item 13.11, do anexo 24, dos supramencionados Formulários de Referência disponíveis no sítio da B3.

Atinente às medidas de performance adotadas, com base na literatura internacional, o desempenho financeiro foi aferido por meio das seguintes métricas: (i) Return on Assets (ROA), conforme os estudos de Holthausen e Larcker (1999), Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), Doucouliagos, Haman e Askary (2007), Shah, Javed e Abbas (2009), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Aduda (2011), Berger, Imbierowicz e Rauch (2012), Iqbal, Khan e Ali (2012) e Luo e Jackson (2012); (ii) Return on Equity (ROE), consoante às pesquisas de John e Qian (2003), Doucouliagos et al. (2007), Banghoj et al. (2010) e Iqbal, Khan e Ali (2012); e, (iii) Lucro por Ação (LPA), segundo os trabalhos de Barro e Barro (1990), Doucouliagos, et al. (2007) e Gregg et al. (2010).

A respeito da proxy de aferição do tamanho da empresa (TAM), este estudo lançou mão da variável contábil Ativo Total, em linha com os estudos de Barro e Barro (1990), Doucouliagos et al. (2007), Finkelstein (2009), Banghoj et al. (2010), Gregg et al. (2010) e Iqbal, et al. (2012). Acrescentando-se que a referida proxy, a exemplo dos artigos mencionados, se utilizou da transformação logarítmica com vistas a mitigar as diferenças de escala que podem ocorrer no comparativo das empresas, ou seja, a variável TAM é mensurada por meio do logaritmo natural do Ativo Total da IFB.

Desta forma, com base nas relações esperadas descritas no Quadro 2, busca testar as seguintes hipóteses de pesquisa:

Hipótese 1: *Coeteris paribus*, desempenho financeiro e remuneração dos executivos são positivamente relacionados.

Hipótese 2: *Coeteris paribus*, tamanho da empresa e remuneração dos executivos são positivamente relacionados.

## Quadro 2

### *Relação Esperada das Variáveis Explicativas*

| Variável | Relação Esperada |
|----------|------------------|
| ROA      | Positiva         |
| ROE      | Positiva         |
| LPA      | Positiva         |
| TAM      | Positiva         |

Fonte: Elaboração Própria

## 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Conforme relatado na seção de procedimentos metodológico, este estudo se utilizou da técnica de análise de dados em painel, visando a explicar a remuneração por meio de variáveis de desempenho financeiro e de tamanho da empresa, com base em uma série temporal que compreendeu os anos de 2015 a 2020. Em outras palavras, as 15 instituições bancárias, componentes da amostra, foram analisadas ao longo de uma série temporal de seis anos, perfazendo 90 observações.

O modelo de regressão múltipla com dados em painel congrega os conceitos das séries temporais e das análises de cunho transversal, uma vez que se propõe a observar o comportamento de vários indivíduos ao mesmo tempo ao longo do tempo. Em termos de modelagem econométrica, e, com base em Brooks (2008), o objeto desta pesquisa se traduz na seguinte equação:

$$(1) \text{Rem}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{LPA}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + u_{it}$$

Dado que:

$\text{Rem}_{it}$  = Remuneração executiva para  $t = 1, \dots, T$  e para  $i = 1, \dots, N$

$\alpha$  = coeficiente linear (intercepto)

$\beta$  = coeficientes angulares

$\text{ROA}_{it}$  = Return on Assets para  $t = 1, \dots, T$  e para  $i = 1, \dots, N$

$\text{ROE}_{it}$  = Return on Equity para  $t = 1, \dots, T$  e para  $i = 1, \dots, N$

$\text{LPA}_{it}$  = Lucro por Ação para  $t = 1, \dots, T$  e para  $i = 1, \dots, N$

$u_{it}$  = termo de erro aleatório

As aludidas 90 observações foram submetidas ao software RStudio, cumprindo salientar que o script empregado no tratamento e análise dos dados baseou-se no trabalho de Smolski (2019).

No que concerne à análise em si, fundamentou-se nos preceitos veiculados nas obras de Casella e Berger (2002), Gujarati e Porter (2011) e Wooldridge (2019). Para tanto, as supracitadas 90 observações foram mensuradas por meio dos modelos pooled, de efeitos fixos e de efeitos aleatórios e, em seguida, os dados foram submetidos a testes estatísticos com vistas a eleger um modelo mais apto a explicar as relações entre as variáveis em apreciação.

Sobre o pooled regression, constitui um modelo estimado por meio dos Mínimos Quadrados Ordinários, em que não são observadas variações no intercepto/coeficiente linear e tampouco nos coeficientes angulares, isto é, os coeficientes revelam-se constantes. Conforme verificado na Tabela 1, após aplicado o modelo pooled, apenas a variável de tamanho da empresa demonstrou-se relação estatística significativa com a variável dependente, remuneração.

Tabela 1  
*Modelo Pooled OLS*

|            | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i> | <i>razão-t</i> | <i>p-valor</i> |     |
|------------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|-----|
| intercepto | -19.741.556         | 2.729.518          | -7,2326        | 1,930e-10      | *** |
| ROA        | 828.510             | 648.331            | 1,2779         | 0,2048         |     |
| ROE        | -7.186              | 69.697             | -0,1031        | 0,9181         |     |
| LPA        | -81.919             | 57.870             | -1,4156        | 0,1605         |     |
| TAM        | 1.199.592           | 147.858            | 8,1131         | 3,351e-12      | *** |

\*\*\*significância a 0,1%

Fonte: elaboração própria

No que se refere ao modelo de efeitos fixos transversais, também, estimado por meio dos Mínimos Quadrados Ordinários, consoante Brooks (2008), os coeficientes angulares apresentam constância, enquanto os interceptos/coeficientes lineares variam de indivíduo para indivíduo, porém, se mantém constantes ao longo do tempo. A Tabela 2 apresenta os resultados da aplicação do referido modelo, de modo que não foram aferidas relações significativas entre as variáveis.

Tabela 2  
*Modelo de Efeitos Fixos Transversais*

|     | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i> | <i>razão-t</i> | <i>p-valor</i> |
|-----|---------------------|--------------------|----------------|----------------|
| ROA | 149.258             | 303.026            | 0,4926         | 0,6238         |
| ROE | 21.714              | 30.206             | 0,7189         | 0,4746         |
| LPA | -27.264             | 52.691             | -0,5174        | 0,6065         |
| TAM | -78.726             | 395.164            | -0,1992        | 0,8427         |

Fonte: elaboração própria

Ainda a respeito do modelo de efeitos fixos transversais, quanto aos efeitos dos interceptos de cada empresa, tendo em vista que o intercepto da equação é diferente para cada empresa, o que pode indicar características específicas como por exemplo, o estilo de gestão (Gujarati e Porter 2011), a Tabela 3 evidenciou que apenas o intercepto da IFB Itaú Unibanco Holding S. A. (ITUB4) impactou significativamente a variável dependente, remuneração.

Tabela 3  
*Modelo de Efeitos Fixos Transversais – Interceptos de Cada Empresa*

|       | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i> | <i>razão-t</i> | <i>p-valor</i> |
|-------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|
| BBAS3 | 2.639.703           | 8.438.358          | 0,3128         | 0,75533        |
| BBDC4 | 7.655.077           | 8.335.789          | 0,9183         | 0,36155        |
| BGIP4 | 1.318.206           | 6.091.800          | 0,2164         | 0,82930        |

|        |            |           |        |         |
|--------|------------|-----------|--------|---------|
| BMEB4  | 1.812.512  | 6.490.029 | 0,2793 | 0,78084 |
| BRSR6  | 1.773.482  | 7.232.879 | 0,2452 | 0,80701 |
| BSLI4  | 674.004    | 6.666.730 | 0,1011 | 0,91976 |
| ITUB4  | 15.028.420 | 8.456.024 | 1,7772 | 0,07981 |
| PINE4  | 2.172.667  | 6.434.366 | 0,3377 | 0,73661 |
| ABCB4  | 4.460.578  | 6.908.343 | 0,6457 | 0,52057 |
| BEES3  | 1.441.233  | 6.749.687 | 0,2135 | 0,83153 |
| BNBR3  | 1.922.129  | 6.942.782 | 0,2769 | 0,78270 |
| BPAC11 | 3.656.715  | 7.593.496 | 0,4816 | 0,63160 |
| BPAN4  | 3.186.155  | 6.947.201 | 0,4586 | 0,64790 |
| BPAR3  | 1.223.742  | 6.222.160 | 0,1967 | 0,84464 |
| SANB11 | 7.064.090  | 8.123.451 | 0,8696 | 0,38745 |

\*significância a 10%

Fonte: Elaboração própria

Acerca do modelo de efeitos aleatórios, estimado por meio dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), tendo em vista a independência entre o intercepto, as variáveis dependentes e o erro, enquanto o intercepto/coeficiente linear apresenta um valor médio comum entre as empresas, os coeficientes angulares variam ao longo da série temporal e entre as empresas investigadas. Da análise da Tabela 4, depreende-se que apenas a variável referente à tamanho da empresa demonstrou relação estatística significativa com a remuneração executiva.

Tabela 4  
*Modelo de Efeitos Aleatórios*

|            | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i> | <i>razão-t</i> | <i>p-valor</i> |    |
|------------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|----|
| intercepto | -10.940.000,4       | 4.657.658,6        | -2,3488        | 0,018833       | *  |
| ROA        | 393.045,1           | 302.352,9          | 1,3000         | 0,193616       |    |
| ROE        | 7.866,6             | 31.038,9           | 0,2534         | 0,799926       |    |
| LPA        | -63.807,8           | 48.392,8           | -1,3185        | 0,187323       |    |
| TAM        | 732.067,5           | 253.782,1          | 2,8846         | 0,003919       | ** |

\*\*significância a 1%

\*significância a 5%

Fonte: elaboração própria

No que tange aos testes estatísticos, primeiramente, foram empregados os testes de Chow e de Breush-Pagan, cuja rejeição da hipótese nula, verificada nas Tabela 5 e 6, sinalizou que o modelo Pooled não deve ser adotado na análise deste estudo, por conseguinte, o próximo passo consiste em eleger o modelo a ser adotado entre o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios.

Tabela 5  
*Teste de Chow*

$H_0$  = Adoção do Modelo *Pooled*

Estatística de teste:  $F = 64,22$

com p-valor  $< 2,2e-16$

Fonte: elaboração própria

Tabela 6

*Teste de Breusch-Pagan*


---

 $H_0 =$  Adoção do Modelo *Pooled*

 Estatística de teste: Qui-Quadrado = 180,63  
 com p-valor  $< 2,2e-16$ 


---

Fonte: elaboração própria

A escolha do modelo de efeitos aleatórios pautou-se no teste de Hausman, a partir do qual a hipótese nula não foi rejeitada, conforme evidenciado na Tabela 7.

Tabela 7

*Teste de Hausman*


---

 $H_0 =$  Adoção do Modelo de Efeitos Aleatórios

 Estatística de teste: Qui-Quadrado = 7,249  
 com p-valor = 0,1233
 

---

Fonte: elaboração própria

Em seguida, por meio dos testes de Pesaran e de Durbin-Watson, constantes nas Tabelas 8 e 9, foram testadas a independência dos resíduos e, levando em conta que se aceitou a hipótese nula, os resíduos não se revelaram autocorrelacionados.

Tabela 8

*Teste de Pesaran*


---

 $H_0 =$  Resíduos não correlacionados

 Estatística de teste:  $z = 0,13706$   
 com p-valor = 0,891
 

---

Fonte: elaboração própria

Tabela 9

*Teste de Durbin-Watson*


---

 $H_0 =$  Resíduos não correlacionados

 Estatística de teste: DW = 1,6926  
 com p-valor = 0,06093
 

---

Fonte: elaboração própria

Além disso, foi aplicado o teste de Shapiro-Wilk para verificar a normalidade dos resíduos, por meio do qual rejeitou-se a hipótese nula, apontando que os resíduos não assumem uma distribuição normal, segundo demonstrado na Tabela 10. Não obstante, consoante ao Teorema de Gauss-Markov, em situações nas quais é aferido um número considerável de observações (noventa, neste caso), os erros não precisam, necessariamente, assumir distribuição normal (Wooldridge, 2019).

Tabela 10

*Teste de Shapiro-Wilk*

$H_0$  = normalidade dos resíduos

Estatística de teste:  $w = 0,87415$

com p-valor =  $3,351e-07$

Fonte: elaboração própria

No que concerne ao Teste de Dickey-Fuller, o qual testa se a série é estocástica, sendo que a hipótese nula é de que a série possui raiz unitária (não-estacionariedade). Conforme a Tabela 11, a rejeição da hipótese nula, e, portanto, a estacionariedade da série temporal de 2015 a 2020, foi alcançada por meio da correção fundamentada da quarta diferença da série, ou seja, foram necessárias quatro defasagens, designadas pelo termo lag order, para atingi-la

Tabela 11

*Teste de Dick-Fuller*

$H_0$  = não-estacionariedade

Estatística de teste: Dick-Fuller =  $-4,5478$

Lag order = 4

com p-valor =  $0,01$

Fonte: elaboração própria

Com base no teste de Breusch-Pagan de homocedasticidade, no qual foi rejeitada a hipótese nula, aferiu-se a presença de heterocedasticidade, ou seja, observou-se que os resíduos não variam constantemente, em divergência com os pressupostos atinentes aos modelos regressivos, segundo a Tabela 12.

Tabela 12

*Teste de Breusch-Pagan*

$H_0$  = homocedasticidade dos resíduos

Estatística de teste: BP =  $27,285$

com p-valor =  $1,741e-05$

Fonte: elaboração própria

Tendo em vista a constatação da heterocedasticidade do modelo, fez-se necessária a correção por meio de uma matriz de covariância robusta de parâmetros, aplicada ao modelo de painel de efeitos aleatórios de acordo com o método de White, verificado na Tabela 13.

Tabela 13

*Matriz de Covariância Robusta*

|            | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i> | <i>razão-t</i> | <i>p-valor</i> |    |
|------------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|----|
| intercepto | -10.940.000,4       | 5.220.814,3        | -2,0955        | 0,039105       | *  |
| ROA        | 393.045,1           | 149.428,3          | 2,6303         | 0,010125       | *  |
| ROE        | 7.866,6             | 23.383,8           | 0,3364         | 0,737389       |    |
| LPA        | -63.807,8           | 21.594,4           | -2,9548        | 0,004047       | ** |
| TAM        | 732.067,5           | 314.500,3          | 2,3277         | 0,022304       | *  |

\*\*significância a 1%

\*significância a 5%

Fonte: elaboração própria

A matriz de covariância robusta, apresentada na Tabela 13, permitiu inferir que, dentre as variáveis explicativas estudadas, apenas o ROE não revelou relação significante com a variável dependente, remuneração executiva. Além disso, embora as variáveis de desempenho tenham apresentado relação com significância estatística, o indicador LPA comportou-se de forma inesperada, porquanto tenha se relacionado negativamente com a variável dependente. Ainda no que tange à matriz de covariância robusta, por meio dela, estimou-se o modelo a partir dos coeficientes constantes na citada Tabela 13, expresso por meio da equação:

$$Rem_{it} = -10.940.000,4 + 393.045,1ROA_{it} + 7.866,6ROE_{it} - 63.807,8LPA_{it} + 732.067,5TAM_{it} + u_{it}$$

Tendo em vista que apenas a variável ROA se relacionou positivamente e com significância estatística com a remuneração executiva, os achados concernentes às variáveis de desempenho corroboraram, em parte, com os resultados obtidos nas pesquisas de Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), Frydman e Sacks (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Raithatha e Komera (2016) e Ascherl, Schrand, Schaefer e Dermisi (2019).

No que diz respeito aos resultados evidenciados em Barro e Barro (1990), Sierra, Talmor e Wallace (2004, 2006), Doucouliagos, Haman e Askary (2007), Finkelstein (2009), Shah, Javed e Abbas (2009), Banghoj et al. (2010), Gregg, Jewell e Tonks (2010), Iqbal, Khan e Ali (2012) e Luo e Jackson (2012), a relação positiva e significante entre tamanho da empresa e remuneração dos executivos, apresentada na Tabela 13, reforçou a existência de relação direta entre o porte da empresa, a complexidade inerente à tomada de decisão e as remunerações atribuídas aos executivos.

Ademais, em comparação ao estudo de Costa (2013), o qual não evidenciou relação entre os indicadores de desempenho e a remuneração executiva, neste as variáveis de performance demonstraram relações significativas com a variável dependente. Enquanto no tocante ao tamanho da empresa em Costa (2013) e neste estudo foram aferidas relações positivamente significativas.

Em termos de relações esperadas e observadas, o Quadro 3 sintetiza os achados ressaltados nos parágrafos anteriores.

Quadro 3

*Relação Esperada e Obtida das Variáveis Explicativas*

| Variável | Relação Esperada | Relação Obtida  | Significância Estatística Obtida |
|----------|------------------|-----------------|----------------------------------|
| ROA      | Positiva         | <b>Positiva</b> | <b>5%</b>                        |
| ROE      | Positiva         | Positiva        | Nenhuma                          |
| LPA      | Positiva         | Negativa        | 1%                               |
| TAM      | Positiva         | <b>Positiva</b> | <b>5%</b>                        |

Fonte: Elaboração Própria.

Finalmente, com base na significância estatística das relações observadas, seguem abaixo os resultados das hipóteses estabelecidas:

Hipótese 1: *Coeteris paribus*, desempenho financeiro e remuneração dos executivos são positivamente relacionados. PARCIALMENTE CONFIRMADA

Hipótese 2: *Coeteris paribus*, tamanho da empresa e remuneração dos executivos são positivamente relacionados. INTEGRALMENTE CONFIRMADA

## 5 CONCLUSÕES

O presente estudo se propôs a analisar os determinantes da remuneração executiva das Instituições Financeiras de capital aberto listadas na B3 entre os anos de 2015 e 2020, pressupondo, com base na Teoria da Agência e na abordagem do Managerial Discretion, relações positivas entre variáveis explicativas de desempenho financeiro (ROA, ROE e LPA) e de tamanho da empresa e a variável dependente, remuneração.

Com o intuito de contribuir para a pesquisa nacional, haja vista a carência de estudos brasileiros que tratem dos determinantes da remuneração executiva no setor bancário, as relações entre as variáveis em estudo foram coletadas juntos à base de dados Economática e aos Formulários de Referência emitidos pelas empresas no sítio da CVM, e testadas por meio de modelos estatísticos de regressão com dados em painel.

De forma sucinta, os resultados evidenciaram que: (i) apenas o ROE não revelou relação significativa com a variável dependente, remuneração executiva; (ii) embora as variáveis de desempenho tenham apresentado relação com significância estatística, o indicador LPA comportou-se de forma inesperada, porquanto tenha se relacionado negativamente com a variável dependente.; e, (iii) observou-se relação positiva e significativa entre tamanho da empresa e remuneração dos executivos.

Tendo em vista os resultados aferidos, apenas a variável de desempenho ROA demonstrou exercer papel no alinhamento dos interesses principal-agente, enquanto a proxy de tamanho da empresa reforçou a existência de relação direta entre o porte da empresa, a complexidade inerente à tomada de decisão e as remunerações atribuídas aos executivos.

Acerca das limitações apresentadas neste trabalho, destacam-se: (i) o exame pautado somente nas IFBs, em um único setor, em detrimento dos efeitos da indústria; (ii) a ausência de correção dos efeitos inflacionários incidentes nas variáveis analisadas ao longo da série temporal; (iii) a utilização apenas da remuneração média anual como variável dependente, haja vista que existe uma gama de formas de compensação dos executivos, diretas e indiretas, no pacote remuneratório; (iv) a exclusão de variáveis de governança corporativa do rol de variáveis explicativas do modelo de regressão múltipla adotado.

Por fim, dadas as limitações elencadas, para estudos futuros, sugere-se: (i) a inclusão de indicadores de governança corporativa na análise de dados em painel, uma vez que as instituições bancárias inserem-se em um ambiente de forte regulação; (ii) que pesquisas futuras tracem um paralelo entre as IFBs que compuseram a amostra e as demais instituições financeiras listadas no sítio do Banco Central (2021), com vistas a mensurar efeitos específicos desta indústria; e (iii) que se estudem os impactos das variáveis explicativas no pacote remuneratório, considerando cada componente da remuneração executiva, haja vista a vasta gama existente de formas de compensação.

## REFERÊNCIAS

- Aduda, J. (2011). The relationship between executive compensation and firm performance in the kenyan banking sector. *Journal of Accounting and Taxation*, 3 (6), pp. 130-139.
- Ascherl, C., Schrand, L., Schaefers, W., & Dermisi, S. (2019). The determinants of executive compensation in US REITs: performance vs. Corporate governance factors. *Journal of Property Research*, 36(4), pp. 313-342.
- Banco Central. (2021). Relação de instituições em funcionamento no país: bancos comerciais, múltiplos e caixas econômicas (web page). Recuperado em 15 junho, 2021, de [https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao\\_instituicoes\\_funcionamento](https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao_instituicoes_funcionamento).
- Banghoj, J. M., Gabrielsen, G., Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accounting and Finance*, 50(3), pp. 481- 510.
- Barro, J., & Barro, R. (1990). Pay, Performance and Turnover of Bank CEOs. *Journal of Labor Economics*, 8(4), pp. 448-481.
- Berle, A. A., Jr., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Berger, A. N., Imbierowicz, B., & Rauch, C. (2016). The Roles of Corporate Governance in Bank Failures during Recent Financial Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(4), pp. 729-770.
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos executivos e desempenho em empresas brasileiras familiares e não familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), pp. 514-531. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://www.scielo.br/j/rac/a/j6mzqWG4ZmLnQzn8hZc6tJr/?lang=pt>.
- Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. 2 ed. New York: Cambridge University Press.
- Casella, G., & Berger, R. L. (2002). *Statistical inference* (2. ed.). Thomson Learning Inc. Costa, T. R. (2013). *Análise dos Determinantes da Remuneração dos Executivos em Instituições Financeiras Bancárias de Capital Aberto*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade de Brasília, Brasília, Brasil. Recuperado em 15 junho, 2021, de [https://bdm.unb.br/bitstream/10483/5361/1/2013\\_ThaisRegisCosta.pdf](https://bdm.unb.br/bitstream/10483/5361/1/2013_ThaisRegisCosta.pdf).
- Depken, D., Nguyen, G., & Sarkar, S. (2006). Agency costs, executive compensation, bonding and monitoring: A stochastic frontier approach. Paper presented at annual meeting of American Economic Association (AEA), Boston, MA.
- Doucouliafos, H., Haman, J., & Askary, S. (2007). Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), pp. 1363- 1383.
- Ermel, M. D. A., & Medeiros, V. (2020). Plano de remuneração baseado em ações: uma análise

dos determinantes da sua utilização. *R. Cont. Fin.*, 31(82), pp. 84-98. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://www.scielo.br/j/rcf/a/GBsMBdQyfGSxPFTndBDJ5tP/abstract/?lang=pt>.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288-307.

Finkelstein, S. (2009). Why is Industry Related to CEO Compensation?: A Managerial Discretion Explanation. *The Open Ethics Journal*, 3, pp. 42-56.

Finkelstein, S., & Boyd, J. (1998). How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), pp. 179-199.

Frydman, C., & Saks, R. (2010). Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005. *The Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, 23(5), pp. 2099-2138.

Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2010). Executive Pay and Performance in the UK. *AXA Working Paper Series*, 5(657), pp. 1-42.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Basic Econometrics* (5. ed.). New York: AMGH Editora Ltda.

Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: a bridge between polar views of organizations. In: Cummings L. L., & Staw, B., Eds. *Research in organizational behavior*. Greenwich, CT: JAI Press, pp. 369-406.

Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1987). Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica*, 55(2), pp. 303-328.

Houston, J. F., & James, C. M. (1995). CEO Compensation and Bank Risk: Is Compensation in Banking Structured to Promote Risk Taking? *Journal of Monetary Economics*, 36(2), pp. 405-431.

Iqbal, A., Khan, M. I., & Ali, S. (2012). CEO compensation and bank performance. *American Journal of Scientific Research*, 9(5), pp. 93-100.

Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. (2009). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 15 junho, 2021, de <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: where we've been we got to here, what are de problems and how to fix them. *Finance Working Paper*, 44.

John, K., & Qian, Y. (2003). Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry.

- Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 9(1), pp. 109-121
- Lambert, R., & Larcker, D. (1987). An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, pp. 85-125.
- Le, C. H. A., Shan, Y., & Taylor, S. (2020). Executive compensation and financial performance measures: evidence from significant financial institutions. *Australian Accounting Review*, pp. 1-19.
- Luo, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation, ownership structure and firm performance in Chinese financial corporations. *Global Business and Finance Review*, 17(1), pp. 56-74.
- Obermann, J., & Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: a literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40, pp. 116-151.
- Raithatha, M. & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28, pp. 160-169.
- Rissatti, J. C., & Souza, J. A. S., de. (2019). O que informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos? *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), pp. 54-75. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://revistas.ufrj.br/index.php/scg/article/view/17527>.
- Santos, T. R., dos, & Silva, J. O., da. (2019). Desempenho econômico e financeiro e remuneração de executivos em empresas brasileiras familiares e não familiares dos segmentos cíclico e não cíclico. *Revista Universo Contábil*, 15(4), pp. 7-30. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6436>.
- Shah, S. Z. A., Javed, T., & Abbas, M. (2009). Determinants of CEO compensation empirical evidence from Pakistani listed companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32, pp. 148-159.
- Sierra, G. E., Talmor, E., & Wallace, J. S. (2004). A unified analysis of executive pay: The Case of the Banking Industry. Federal Reserve Bank of St. Louis Supervisory Policy Analysis Working Paper, 2, pp. 1-30.
- Sierra, G. E., Talmor, E., & Wallace, J. S. (2006). An Examination of Multiple Governance Forces within Bank Holding companies. *Journal of Financial Services Research*, 29(2), pp. 105-123.
- Silva, F. L., da, Costa, M. R. S. M., da, Loureiro, S., Savoia, J. R. F., & Bergmann, D. R. (2018). Determinantes da remuneração em stock options pelas companhias brasileiras listadas no IBOVESPA. In *Anais do XXV Congresso Brasileiro de Custos*, Vitória, ES, Brasil. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4433>.
- Silva, J. O., da, & Beuren, I. M. (2015). Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Enfoque Reflexão Contábil*, 34(3), pp.

95-124. Recuperado em 15 junho, 2021, de  
[https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/26154/pdf\\_23](https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/26154/pdf_23).

Silva, R. B., Silva, D. S. C., de, Luca, M. M. M., de, & Vasconcelos, A. C., de. (2018). Remuneração dos executivos e indicadores de desempenho em empresas participantes do IBOVESPA. *Race*, 17(3), pp. 867-888. Recuperado em 10 junho, 2021, de <https://portalperiodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/16721>.

Silva, W. A. C., & Camargos, M. A. (2009). Estrutura de Governança, Desempenho Econômico-Financeiro e Remuneração de Executivos de Companhias Brasileiras. Em *Anais XXIX Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, Salvador, BA, Brasil. Recuperado em 15 junho, 2021, de [http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2009\\_TN\\_STO\\_093\\_628\\_14612.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2009_TN_STO_093_628_14612.pdf).

Smolski, F. M. S. (2019). Regressão com Dados em Painel. Em Battisti, I. D. E., & Smolski, F. M. S. (Eds.). *Software R: Curso Avançado*. GitHub Repository. Recuperado em 17 junho, 2021 de <https://smolski.github.io/livroavancado/index.html>.

Subramaniam, N. (2018). Agency theory and accounting research: emergent conceptual and empirical issues. Em Hoque, Z. (Ed.). *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods*. 2. ed. London: Spiramus Press Ltd. (pp. 58-79).

Weston, J. F., & Brigham, E. (2004). *Fundamentos da administração financeira* (10. ed.). São Paulo: Pearson Makron Books.

Wooldridge, J. M. (2019). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna* (6. ed.). São Paulo: Cengage Learning.