

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

SAMUEL SAYMON SILVA

**SISTEMAS DE INCENTIVOS GERENCIAIS E O DESEMPENHO ECONÔMICO-
FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

GOIÂNIA

2016

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

SAMUEL SAYMON SILVA

**SISTEMAS DE INCENTIVOS GERENCIAIS E O DESEMPENHO ECONÔMICO-
FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Projeto de Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Faculdade de Administração,
Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da
Universidade Federal de Goiás, como requisito
parcial ao título de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva

GOIÂNIA

2016

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do
Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Silva, Samuel Saymon

Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico
financeiro das empresas brasileiras [manuscrito] / Samuel Saymon
Silva. - 2016.

XLV, 45 f.

Orientador: Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2016.

Bibliografia.

Inclui lista de figuras, lista de tabelas.

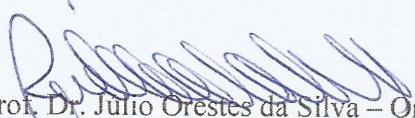
1. Incentivos gerenciais. 2. Avaliação de desempenho. 3.
Remuneração de executivos. 4. Desempenho econômico-financeiro. I.
Silva, Júlio Orestes da, orient. II. Título.

CDU 657

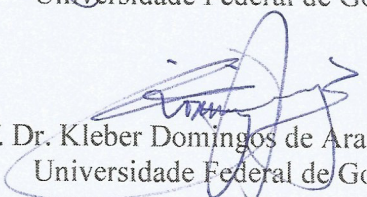
SAMUEL SAYMON SILVA

**SISTEMAS DE INCENTIVOS GERENCIAIS E O DESEMPENHO ECONÔMICO-
FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

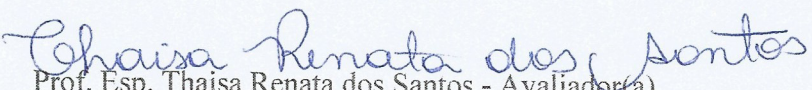
Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial ao título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Julio Orestes da Silva – Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Kleber Domingos de Araújo - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Esp. Thaisa Renata dos Santos - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 20 de julho de 2016.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Remuneração.....	17
-----------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. População da Pesquisa	21
Tabela 2. Amostra da Pesquisa	22
Tabela 3. Análise Descritiva da Amostra	28
Tabela 4. Análise Descritiva da Remuneração	29
Tabela 5. Análise Descritiva da Desempenho	29
Tabela 6. Modelo Evolução da Receita Líquida.....	31
Tabela 7. Modelo Evolução do Lucro Líquido.....	32
Tabela 8. Modelo Margem Operacional.....	33
Tabela 9. Modelo Retorno sobre Ativos.....	34
Tabela 10. Modelo Retorno sobre Patrimônio Líquido	36
Tabela 11. Síntese dos Resultados dos Testes	37

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Resumo das Variáveis de Pesquisa	24
---	----

RESUMO

Em um cenário onde os proprietários do capital estão distantes da gestão das empresas, cresce a busca por melhores práticas de controle gerencial que induzam os executivos a depreenderem mais esforços para alcançar resultados cada vez maiores. Em consonância à Teoria da Agência o presente estudo por objetivo verificar a relação entre avaliação de desempenho e remuneração de executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. Os dados da pesquisa são secundários e foram coletados do banco de dados SInC - Sistemas de Informações Corporativas. A amostra não probabilística é formada por 87 companhias de capital aberto com demonstrativos divulgados pela CVM no período de 2010 a 2014. Com base nos resultados da análise de regressão linear múltipla infere-se a existência de relação entre a remuneração recebida pelos diretores estatutários e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. Principalmente no que se refere a remuneração variável que mostrou-se significativa ao atuar como ferramenta para alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, pois esta relaciona-se positivamente com indicadores de desempenho econômico-financeiro das companhias analisadas. Porém, ao verificar os parâmetros e indicadores utilizados na avaliação de desempenho dos executivos, já não se pode afirmar o mesmo, pois na maioria dos casos não houve relação estatisticamente significativa com os indicadores de desempenho econômico-financeiro analisados.

Palavras-chave: Incentivos gerenciais; Avaliação de desempenho; Remuneração de executivos; Desempenho econômico-financeiro.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 Problema de Pesquisa.....	11
1.2 Objetivos.....	11
1.3 Justificativa	11
1.4 Estrutura do Trabalho	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 Teoria da Agência.....	13
2.2 Avaliação de Desempenho.....	14
2.3 Sistemas de Incentivos Gerenciais.....	16
2.4 Indicadores de Desempenho Econômico-financeiros	18
3 METODOLOGIA.....	21
3.1 Deliniameto da Pesquisa	21
3.2 População e Amostra.....	21
3.3 Coleta de Dados	23
3.4 Variáveis do Modelo de Pesquisa	23
4 ANÁLISE DOS DADOS	28
4.1 Estatística Descritiva	28
4.2 Análise dos Modelos	30
4.2.1 Relação entre a variável dependente Evolução da Receita Líquida (ERL) e as variáveis explicativas	30
4.2.2 Relação entre a variável dependente Evolução do Lucro Líquido (ELL) e as variáveis explicativas	32
4.2.3 Relação entre a variável dependente Margem Operacional (MOp) e as variáveis explicativas	33
4.2.4 Relação entre a variável dependente Retorno sobre Ativos (ROA) e as variáveis explicativas	34
4.2.5 Relação entre a variável dependente Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e as variáveis explicativas.....	35
4.2.6 Síntese dos Modelos Testados.....	37
5 CONCLUSÃO.....	40
REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

No contexto atual, onde os proprietários do capital estão distantes da gestão das empresas, cresce a busca por melhores práticas de controle gerencial que induzam os executivos a depreenderem mais esforços para alcançar resultados cada vez maiores. Esse distanciamento entre propriedade e controle do capital deve-se a diversos fatores como, por exemplo, a complexidade das atividades que as organizações necessitam desempenhar para manter sua competitividade, o que faz com que o proprietário contrate executivos especializados para gerir a empresa.

Para Jensen e Meckling (2008) no momento em que o proprietário do capital (principal) contrata o executivo (agente) para exercer em seu nome um serviço que implique na delegação de autoridade surge a relação de agência. A Teoria da Agência é considerada uma base teórica para a análise das relações entre os participantes de sistemas em que propriedade e controle do capital sejam destinados a pessoas distintas, o que pode resultar em conflitos de interesse entre os indivíduos (MENDES, 2001).

Como o principal e o agente podem apresentar divergência de interesses, surgirá por parte do principal à necessidade de criar mecanismos de controle das atividades do agente (MENDES, 2001). Na busca por mecanismos de controle que estimulem os funcionários a atingirem metas e objetivos organizacionais surgiram vários procedimentos para gestão de pessoas, dentre eles a remuneração variável, que propõe que uma parcela da remuneração do indivíduo seja atrelada a contribuição do funcionário aos resultados da organização (OYADOMARI et al., 2009).

Anthony e Govindarajan (2006) afirmam que “a solução do problema de motivar pessoas a se comportarem de maneira que busquem atingir as metas da organização está ligada à relação entre os incentivos concedidos pela organização e os objetivos pessoais”.

Ao incentivar os executivos a alcançarem metas e objetivos é preciso identificar se essas metas são congruentes em nível organizacional, ou seja, se as metas individuais dos executivos estão alinhadas com as metas globais da organização (OYADOMARI et al., 2009). Um exemplo dessa situação pode ser quando os gestores decidem por projetos de investimento que aumentam sua remuneração ao elevarem lucros correntes, mas que não são interessantes quando analisados sob uma perspectiva financeira de longo prazo.

Ressalta-se que Krauter (2013) encontrou evidências em empresas brasileiras de que a remuneração pode contribuir no direcionamento dos esforços dos executivos em convergência aos objetivos estratégicos da organização, contribuindo para que a empresa atinja níveis elevados de desempenho financeiro. Normalmente as metas são alinhadas a medidas financeiras, as quais servem com um dos principais parâmetros para conceder incentivo, mas além de medidas financeiras, outros fatores compõem os modelos de avaliação de desempenho para conceder incentivos a executivos. Nesse sentido é delineada a questão de pesquisa deste trabalho.

1.1 Problema de Pesquisa

O presente trabalho procurou responder à seguinte pergunta: Qual a relação entre avaliação de desempenho e remuneração de executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras?

1.2 Objetivo da Pesquisa

Este trabalho tem como objetivo verificar a relação entre avaliação de desempenho e remuneração de executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. O período analisado são os anos de 2010 até 2014.

1.3 Justificativa

Com a procura por eficientes técnicas de gestão de pessoas, a avaliação de desempenho, juntamente com a oferta de remuneração variável, pode surgir como uma importante aliada no combate aos conflitos de agência gerados entre proprietários e executivos. Visto que, Assaf Neto (2008) o interesse do proprietário, ao realizar investimento, é a maximização do seu capital investido.

Neste estudo procura-se verificar a relação entre três tipos de variáveis, a remuneração dos executivos, a avaliação de desempenho dos executivos e o desempenho econômico-

financeiro das empresas brasileiras. O que em trabalhos anteriores esta verificação ocorre normalmente entre dois tipos de variáveis, como por exemplo, Santos (2014), Krauter (2009), Krauter (2013), e Nascimento, Franco e Cherobim (2012).

Outro quesito que merece destaque é a abrangência no período analisado. Onde os estudos anteriores se basearam, em sua maioria, em dois anos ou menos de análise, este trabalho utiliza um período de cinco anos (2010 a 2014) de análise.

1.4 Estrutura do Trabalho

Este capítulo apresenta, dentre outros aspectos, a apresentação do tema de pesquisa, o problema a ser abordado, os objetivos desta pesquisa, sua relevância e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo é dedicado a fundamentação teórica que é base deste estudo, sendo subdividido em quatro tópicos: Teoria da Agência, avaliação de desempenho, sistemas de incentivos gerenciais e índices de desempenho econômico-financeiros.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia aplicada a esta pesquisa, identificando a população, a amostra, as variáveis da pesquisa e o modelo utilizado para coleta de dados e a análise dos dados.

No quarto capítulo são apresentados os dados da pesquisa e discutidos os resultados encontrados. Por fim, o quinto capítulo é destinado às conclusões da pesquisa, bem como reconhecimento das limitações da pesquisa e indicação de sugestões para pesquisas futuras que poderão dar continuidade ao tema discutido neste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

Em um mercado moderno e cada vez mais competitivo as negociações de valores mobiliários são importantes fontes de financiamentos para as companhias. Os investidores quando compram ações de uma determinada empresa se tornam proprietários do negócio, assumindo participação nos riscos em relação ao limite das ações possuídas.

Assaf Neto (1997) e Mendes (2001) afirmam que os acionistas tendem a diversificar seus investimentos para minimizar seu risco. Dessa forma torna-se difícil para eles acompanharem de perto a administração de cada investimento (FAMA, 1980). Até mesmo porque, para se tornar acionista de uma empresa não é necessário ter conhecimento técnico do negócio da organização. Assim surge a necessidade de incentivar os executivos a se comportarem de maneira que maximizem o bem-estar do(s) proprietário(s).

A Teoria da Agência é a base teórica que analisa as relações entre os participantes de sistemas em que propriedade e controle do capital são destinados a pessoas distintas, o que pode resultar em conflitos de interesse entre os indivíduos (MENDES, 2001).

Jensen e Meckling (2008) definem uma relação de agência como um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) contrata(m) uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que envolva a delegação de algum poder de decisão ao agente.

Em uma relação de agência, se ambas as partes forem maximizadoras de utilidade, nem sempre as ações do agente estarão de acordo com os melhores interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 2008). Dessa forma o proprietário necessita incorrer em alguns custos para tentar alinhar as ações do seu administrador aos seus interesses, os quais podem ser desenvolvidos por meio de ações de controle gerencial.

A Teoria da Agência contribui para a análise dos conflitos de interesses e os custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital (MENDES, 2001). Essa separação acontece devido a complexidade das operações que ocorrem nas organizações, fazendo surgir, especialistas para exercer o controle sobre os setores operacionais da empresa (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008).

Ainda, o principal pode incorrer em custos de monitoramento com o propósito de verificar as atividades de seu agente e limitar suas decisões irregulares (JENSEN; MECKLING, 2008). “Quando os agentes não podem ser facilmente monitorados e seus

resultados facilmente identificáveis e verificáveis, estes são expostos à grande tentação de direcionar-se para a consecução de seus objetivos pessoais ao invés daqueles do principal” (BLAY, 1995).

O proprietário, no intuito de evitar que o administrador tome decisões visando seu interesse próprio, pode criar mecanismos para avaliar o desempenho da organização e amarrá-los a um sistema de incentivos e recompensas que, por meio de um incremento na remuneração, farão com que o administrador trabalhe almejando as metas estipuladas pelo proprietário.

2.2 Avaliação de Desempenho

A avaliação de desempenho é um processo de gestão que, por meio de um conjunto indicadores, compara os resultados alcançados com os padrões de desempenho esperados. Anthony e Govindarajan (2006) afirmam que a avaliação de desempenho tem como objetivo controlar a organização e mantê-la obediente à estratégia adotada.

A avaliação de desempenho proporciona aos indivíduos um sentimento de identidade e comprometimento com as metas organizacionais, pois esta é tida como um mecanismo que mensura as contribuições individuais para o alcance dos objetivos globais (DIAS; CÂMARA; NASCIMENTO, 2003)

A avaliação de desempenho pode ser realizada com base em diversos tipos de informações distintas, porém delimitamos para este trabalho os parâmetros de avaliação de desempenho: financeiro, não financeiro, individual, em grupo e corporativo.

Conforme Anthony e Govindarajan (2006) as empresas desenvolveram sistemas muito sofisticados que fornecem dados para avaliar o desempenho financeiro (receitas, custos, despesas, lucro). No entanto, para o desempenho não financeiro não há sistemas tão desenvolvidos assim, mesmo sabendo que os aspectos não financeiros, como satisfação dos clientes e a qualidade dos produtos, influenciam no desempenho financeiro (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2006).

A utilização de informações de natureza financeira e não financeira para avaliar desempenho nas empresas são formas habituais. Entretanto, os parâmetros não financeiros geralmente são utilizados nos níveis mais baixos da organização, com intuito de controlar as tarefas desempenhadas, e as informações financeiras são utilizados nos níveis mais altos, para o controle gerencial (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2006).

Para Anthony e Govindarajan (2006) e Garrison, Noreen e Brewer (2013) um sistema de avaliação de desempenho deve-se ter como base tanto informações financeiras quanto informações não financeiras, pois, para os executivos as informações financeiras relatam os resultados das decisões tomadas, já as informações não financeiras compõem importantes indicadores que demonstram tendência de desempenho futuro.

A avaliação de desempenho que utiliza-se de parâmetros individuais compara o resultado de um indivíduo com o seu resultado esperado. A avaliação de desempenho é uma importante ferramenta para promover um *feedback* aos indivíduos sobre o seu desempenho (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2006; MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007; GARRISON; NOREEN; BREWER, 2013). A avaliação de desempenho individual tem o objetivo de demonstrar aos indivíduos que além de tarefas e metas a serem alcançadas, a organização também espera comportamentos e atitudes que devem ser seguidos. Porém, a avaliação individual possui algumas limitações, sendo a principal a maneira como este método de avaliação pode impactar no trabalho em equipe.

Segundo Merchant e Van Der Stede (2007) a avaliação de desempenho em grupo avalia o desempenho de um conjunto de indivíduos (equipes, departamentos e divisões). Sendo assim, os integrantes de um determinado grupo percebem que o alcance de seus objetivos não depende exclusivamente de seu desempenho individual, mas também do engajamento de todos os integrantes, colaborando para a cooperação entre os participantes deste grupo. Há, também, algumas limitações que devem ser consideradas nesta forma de avaliação. Onde um funcionário com baixo rendimento pode ser beneficiado pelo esforço dos demais.

Por fim, a avaliação de desempenho corporativa compreende o resultado da organização como um todo (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007). Desta maneira os funcionários podem entender como seus esforços refletem nos resultados da empresa. Assim o sucesso de cada indivíduo depende do sucesso da organização.

Para Nascimento, Franco e Cherobim (2012) a implantação de mecanismos motivacionais tende a contribuir na formação de um clima organizacional que proporcione um melhor desempenho profissional.

2.3 Sistemas de Incentivos Gerenciais

Os Sistemas de Incentivos Gerenciais são importantes ferramentas para o controle gerencial, utilizadas para lembrar os funcionários quais são os resultados desejados pela organização e motivá-los para atingir as metas de desempenho (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007). Esse sistema é um conjunto de recompensas e/ou punições atrelada a um ou mais indicadores de desempenho, financeiros ou não financeiros, que impacta(m) diretamente no desempenho dos administradores (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007).

Blay (1995) afirma que as decisões tomadas pelos administradores afetam o sucesso da organização e um sistema de incentivos pode induzir positivamente para que essas decisões sejam tomadas de acordo com os interesses do proprietário.

Anthony e Govindarajan (2006) realizaram uma pesquisa de incentivos em várias organizações e constataram que: os indivíduos tendem a ser motivados mais fortemente pela possibilidade de ganharem prêmios de incentivos do que pelo receio de sofrerem punições; a recompensa monetária é um meio importante de satisfazer a certas necessidades, porém, a partir de certo nível de satisfação, uma recompensa não monetária é mais valorizada; a motivação dos indivíduos é mais fraca quando a pessoa considera um objetivo inatingível, ou, ao contrário, atingível com facilidade, ou seja, a motivação é forte quando o objetivo pode ser atingido com algum esforço e quando a pessoa considera a obtenção da recompensa relevante para satisfação de seus desejos.

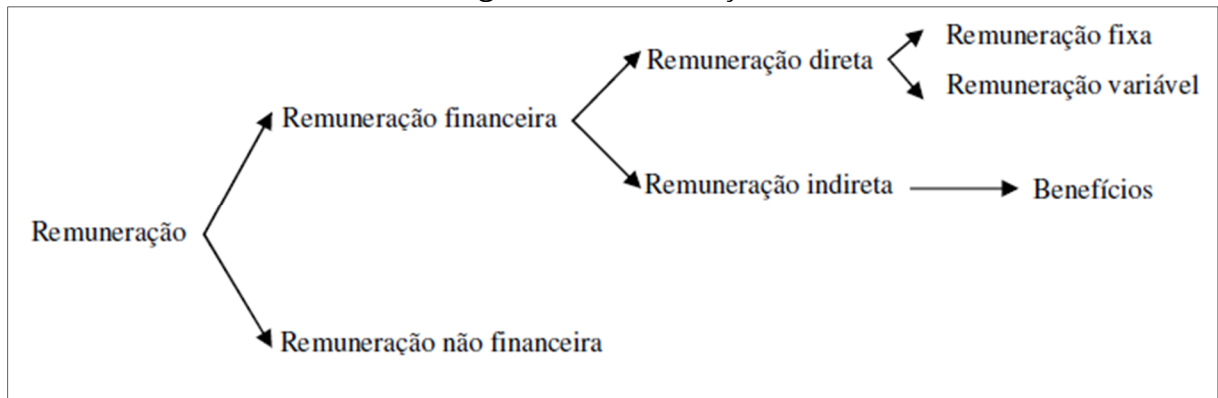
Segundo Merchant e Van Der Stede (2007) para um resultado eficaz os sistemas de incentivos gerenciais devem satisfazer a certos critérios:

- Visibilidade, se as recompensas de um determinado administrador são visíveis a outros, causa um sentimento de orgulho e reconhecimento, enquanto que nos demais traz um efeito inspirador;
- Importância, as recompensas devem gerar impacto suficiente nas expectativas do administrador, se as recompensas são fornecidas em quantidades triviais gera um sentimento de desprezo por parte do administrador;
- Pontualidade, o reconhecimento deve ser oportuno. As recompensas fornecidas logo após a apuração de desempenho geram um efeito motivacional muito mais forte que as recompensas atrasadas.

O sistema de controle gerencial, geralmente fornece mecanismos para avaliar desempenho e incentivar as pessoas. Camargos, Helal e Boas (2007) a remuneração executiva

é vista pela Teoria da Agência como uma ferramenta útil para minimizar os conflitos de interesses advindos da relação de agência, induzindo-os a trabalhar mais em prol dos interesses organizacionais e não em função de interesses unicamente pessoais. Krauter (2009) conceitua a remuneração em dois grupos: remuneração financeira e remuneração não-financeira. Conforme Figura 1.

Figura 1– Remuneração



Fonte: Krauter (2009)

De acordo com o conceito proposto por Krauter (2009), o grupo de remuneração financeira é dividido em remuneração direta (fixa e variável) e remuneração indireta (benefícios). A remuneração direta refere-se ao montante total recebido em dinheiro pela pessoa em contrapartida ao trabalho realizado, a remuneração fixa corresponde ao valor em dinheiro, regularmente recebido e previamente acordado entre o indivíduo e a empresa (KRAUTER, 2009). Já a remuneração variável é o valor recebido em dinheiro pelo alcance de metas que foram estrategicamente ajustadas entre a pessoa e a organização (KRAUTER, 2009). Segundo Dellagnelo e Dellagnelo (1996) a remuneração variável é uma estratégia que induz nos empregados um maior comprometimento no atingimento dos objetivos organizacionais.

Segundo Krauter (2009) a remuneração indireta compreende os benefícios oferecidos pela organização aos trabalhadores. Esses benefícios têm objetivo de custear ou subsidiar necessidades importantes para o bem-estar social dos funcionários e seus dependentes, bem como: assistência médica, planos de aposentadoria complementar, educação, entre outros.

Porém não basta apenas remunerar os executivos somente com quesitos financeiros, mas também com quesitos não-financeiros. Pois os executivos almejam cada vez mais

reconhecimento profissional e perspectivas de crescimento, surgindo uma grande oportunidade para as organizações motivarem seus funcionários.

Ventura (2013) realizou um estudo com o objetivo de evidenciar o efeito das características das companhias e de indicadores de desempenho em relação a remuneração. As informações referentes a remuneração executiva foram obtidas através dos formulários de referência de cada empresa e indicadores econômico-financeiros oriundos da Consultoria Economatica® para o período de 2009 a 2011. A amostra contemplou 112 companhias por ano, totalizando 336 observações. De acordo com a metodologia aplicada, utilização da técnica de dados em painel, os resultados demonstraram que a variável explicativa “Ativo”, a qual possui a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva, corroborando com a literatura internacional. A cerca das medidas de desempenho o “Valor por Ação” e o “retorno do patrimônio líquido” foram determinantes na remuneração executiva.

Os indicadores utilizados na avaliação de desempenho dos executivos devem ser cuidadosamente escolhidos, pois estes servirão como métrica para alinhar os objetivos do administrador aos da organização.

2.4 Indicadores de Desempenho Econômico-financeiros

Em um cenário competitivo, faz-se necessário conhecer cada vez mais o desempenho da empresa. Conhecer o desempenho da organização é fundamental para obter vantagem competitiva e também para avaliar os melhores investimentos.

Segundo Gitman (2001) os índices de desempenho são importantes ferramentas utilizadas para comparar o desempenho atual da empresa com o próprio desempenho em períodos anteriores ou com uma empresa modelo do setor (*benchmarking*). Os índices são desenvolvidos para evidenciar informações relevantes que podem não ser percebidas simplesmente examinando as demonstrações financeiras da empresa.

Existe uma infinidade de indicadores de desempenho, mas para este trabalho, os índices mais relevantes são os indicadores econômico-financeiros que medem a lucratividade e a rentabilidade da empresa. Os índices de lucratividade medem, principalmente, o quão a empresa é eficiente nos gastos com custos/despesas, já os índices de rentabilidade têm como principal objetivo medir o quão a empresa é eficiente na realização de seus investimentos.

Para Gitman (2001) o objetivo básico dos indicadores econômico-financeiros é buscar uma tendência do que pode acontecer no futuro, com a empresa, caso aquela situação identificada pelos indicadores tenha sequência.

Os próximos parágrafos apresentam um breve resumo dos indicadores adotados neste trabalho para captar o desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas.

A evolução da receita líquida (ERL) e a evolução do lucro líquido (ELL) são os indicadores mais simples e tradicionais utilizados pelos analistas, sendo que, a receita líquida e o lucro líquido estarão presentes em grande parte dos índices que abordaremos nesta pesquisa. São obtidos através de uma análise horizontal das demonstrações de resultados (Assaf Neto, 2008).

A Margem Operacional (MOp) é calculada pela divisão entre o lucro operacional e a receita líquida (GITMAN, 2001). Este indicador mensura o percentual de lucro proveniente das atividades operacionais da empresa através de uma análise vertical das demonstrações de resultados.

O retorno sobre o ativo, ou *return on assets* (ROA), segundo Assaf Neto (2008, p. 262), é medido pela relação entre o lucro operacional e o Ativo total descontando-se o lucro líquido gerado no exercício. Esse índice demonstra a capacidade da empresa de gerar resultados com aquilo que possui.

O retorno sobre o patrimônio líquido, ou *return on equity* (ROE), é a relação entre o lucro líquido do exercício e o patrimônio líquido médio da entidade (MATARAZZO, 2010, p. 115). Esse indicador mede o ganho obtido pelos sócios em comparação com o capital por eles investido, ou seja, evidencia qual o retorno gerado pela empresa para cada unidade monetária investida pelos sócios.

Um exemplo da relação entre indicadores de desempenho e remuneração é o trabalho de Krauter (2013) que investigou relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. A autora coletou dados de 82 empresas no banco de dados do Programa de Estudos em Gestão de Pessoas (PROGEP) e no banco de dados da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI).

Krauter (2013) adotou como variável independente a remuneração dos executivos, que engloba a remuneração financeira (salário fixo + salário variável + benefícios) e remuneração não financeira (carreira, educação, e desenvolvimento pessoal). Para sua variável dependente, desempenho financeiro, Krauter (2013) comenta que pesquisas realizadas anteriormente a dela utilizavam somente um indicador contábil, já o seu estudo se baseia em três indicadores

contábeis, crescimento das vendas, retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre ativos (ROA) durante os exercícios de 2008 e 2009 – todos os indicadores da variável dependente foram ajustados pela inflação do período.

Após as análises dos dados, Krauter (2013) conclui que os resultados obtidos em sua pesquisa apontam que a remuneração pode contribuir no direcionamento dos esforços dos executivos em convergência aos objetivos estratégicos da organização, contribuindo para que a empresa atinja níveis elevados de desempenho financeiro.

3 METODOLOGIA

3.1 Delineamento da Pesquisa

Este estudo se enquadra, quanto aos seus objetivos, como uma pesquisa descritiva, pois seu objetivo primordial é a descrição das características de determinada população ou fenômeno e/ou evidenciar as relações existentes entre variáveis analisadas (GIL, 2006). Quanto a natureza, este estudo utiliza a abordagem de dados quantitativos. Esta pesquisa utiliza, quanto aos procedimentos, técnicas de análise documental, haja visto que, a fonte de coleta de dados está restrita a documentos (MARCONI; LAKATOS, 2010).

É aplicada a regressão linear múltipla para analisar e testar a hipótese de que existe relação entre a avaliação de desempenho e a remuneração dos executivos e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras.

O formulário de referência é um dos demonstrativos periódicos que as companhias estão obrigadas a divulgar, conforme art. 21 da Instrução Normativa 480/2009 (CVM, 2009). É por meio deste demonstrativo que as empresas divulgam informações sobre suas políticas e práticas de governança corporativa, dados econômico-financeiros, fatores de risco inerentes às suas atividades, dentre outras.

3.2 População e Amostra

A população desta pesquisa é composta todas as companhias de capital aberto que têm seus demonstrativos financeiros divulgados pela CVM. De tal forma, este estudo possui uma população de 500 empresas, conforme listadas na Tabela 1, de acordo com seus respectivos setores de atuação.

Tabela 1. População da Pesquisa

SETOR ECONÔMICO	NÚMERO DE EMPRESAS
Bens Industriais	35
Construção e Transporte	79
Consumo Cíclico	72
Consumo não Cíclico	43
Financeiro e Outros	134

SETOR ECONÔMICO	NÚMERO DE EMPRESAS
Materiais Básicos	43
Petróleo Gás e Biocombustíveis	07
Tecnologia da Informação	10
Telecomunicações	07
Utilidade Pública	70
TOTAL	500

Fonte: Dados da pesquisa

Porém, foram excluídas da amostra todas as companhias que durante o período analisado (2010 a 2014) não divulgaram em todos os anos as informações necessárias para este estudo, item 13.1 e 13.2 do formulário de referência e/ou dados inerentes aos indicadores econômico-financeiros.

Os formulários de referência têm sua relevância pelo fato de que este descreve a política ou a prática de remuneração dos membros do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, conforme art. 21 da Instrução Normativa 480/2009 (CVM, 2009). Logo, o item 13.1 aborda os principais indicadores de desempenho considerados na determinação de cada elemento da remuneração e como a remuneração é estruturada para alinhar os interesses da companhia e executivo, dentre outros. O item 13.2 apresenta uma tabela com a remuneração total de cada órgão, segregada em remuneração fixa, variável, benefícios, dentre outros.

Neste estudo removeu-se as instituições bancárias da amostra, pois estas instituições são conhecidas por remunerarem seus executivos com os mais altos salários dentre as companhias, tanto em função dos riscos assumidos por essas organizações (JOHN; QIAN, 2003; ADUDA, 2011). O que poderia interferir na análise dos resultados encontrados.

Dessa maneira, a amostra final conta com 87 companhias, listadas na Tabela 2, conforme seus respectivos setores de atuação.

Tabela 2. Amostra da Pesquisa

SETOR ECONÔMICO	NÚMERO DE EMPRESAS
Bens Industriais	12
Construção e Transporte	15
Consumo Cíclico	19
Consumo não Cíclico	09
Financeiro e Outros	12
Materiais Básicos	09
Tecnologia da Informação	02

SETOR ECONÔMICO	NÚMERO DE EMPRESAS
Telecomunicações	01
Utilidade Pública	08
TOTAL	87

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que os setores com maior número de empresas são os de Consumo Cíclico com 19 empresas, seguido por Construção e Transporte com 15 empresas e Bens Industriais com 12 empresas na amostra. As empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, que inicialmente contavam com 07 companhias, não mantiveram sua representatividade na amostra por não cumprirem com todos os critérios de divulgação necessários para este estudo.

3.3 Coleta de Dados

Os dados necessários para a realização deste estudo foram obtidos através da leitura dos formulários de referência das companhias divulgados na CVM e, também, extraídos do banco de dados do *software* SInC – Sistemas de Informações Corporativas.

SInC é um programa desenvolvido por alunos e professores da Universidade Federal do Ceará que viam dificuldades em acessar informações diretamente da CVM, pois este acesso é demorado e só pode ser feito de forma singular. O programa realiza o *download* das informações diretamente da base de dados da CVM e as disponibiliza de maneira ágil e organizada.

3.4 Variáveis e Modelo da Pesquisa

As informações que compõem as variáveis dependentes (desempenho econômico-financeiro) das empresas e as variáveis independentes referentes a remuneração dos executivos foram extraídas do banco de dados SInC. As informações referentes as variáveis independentes de avaliação de desempenho dos executivos foram retiradas a partir da leitura do item 13.1 dos formulários de referência disponibilizados pelas companhias no *site* da CVM.

As variáveis consideradas na análise dos dados da pesquisa estão relacionadas no Quadro 1.

Descrição		Sigla	Autor(es)	Fonte
Variáveis Dependentes				
1.	Evolução da Receita Líquida	ERL	Assaf Neto (2008)	SInC
2.	Evolução do Lucro Líquido	ELL		
3.	Margem Operacional	MOp	Gitman (2001)	
4.	Retorno sobre Ativo	ROA	Assaf Neto (2008)	
5.	Retorno sobre Patrimônio Líquido	ROE	Matarazzo (2010)	
Variáveis Independentes				
1.	Avaliação de Desempenho Individual	ADI	Anthony e Govindarajan (2006); Garrison, Noreen e Brewer (2013); Merchant e Van Der Stede (2007)	Formulário de Referência, item 13.1 (CVM, 2009)
2.	Avaliação de Desempenho em Grupo	ADG	Merchant e Van Der Stede (2007)	
3.	Avaliação de Desempenho Organizacional	ADO		
4.	Avaliação de Desempenho Financeiro	ADF	Anthony e Govindarajan (2006)	
5.	Avaliação de Desempenho Não Financeiro	ADNF		
6.	Remuneração Total Média	RT	Krauter (2009)	SInC
7.	Remuneração Variável Média	RV	Dellagnelo e Dellagnelo (1996); Krauter (2009)	
8.	Proporção da Remuneração Variável	PRV	Ventura (2013)	
9.	Tamanho da Organização	TAM	Krauter (2009, 2013)	

Quadro 1. Resumo das Variáveis de Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

A variável dependente Evolução da Receita Líquida (ERL) representa a variação da receita líquida da empresa analisada de um ano para o outro. Obtida através da fórmula: $(RL \text{ ano atual} / RL \text{ ano anterior}) - 1$.

A variável dependente Evolução do Lucro Líquido (ELL) representa a variação do lucro líquido da companhia analisada de um ano para o outro. Obtida através da fórmula: $(LL \text{ ano atual} / LL \text{ ano anterior}) - 1$.

Os índices da variável dependente Margem Operacional (MOp) da empresa analisada são encontrados através da divisão entre o resultado operacional e a receita líquida. Os índices da variável dependente Retorno sobre Ativos (ROA) são obtidos pela divisão do lucro operacional pelo Ativo (líquido do lucro líquido do período). Os índices da variável dependente Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) são obtidos pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido médio $((PL \text{ inicial} + PL \text{ final}) / 2)$.

Para a definição e coleta das variáveis independentes relacionadas a avaliação de desempenho utilizou-se como base o trabalho de Santos (2014). A variável independente Avaliação de Desempenho Individual (ADI) representa se a empresa realiza ou não essa modalidade de avaliação para fins de remuneração dos executivos nas companhias analisadas. Através da leitura do item 13.1 dos Formulários de Referência foi identificado termos que

mencionem a utilização de avaliação de desempenho individual, tais como: avaliação de resultados individuais, desempenho individual, alcance de metas individuais, dentre outros termos semelhantes.

A variável independente Avaliação de Desempenho em Grupo (ADG) reflete se a companhia realiza ou não essa modalidade de avaliação para fins de remuneração dos executivos. Através da leitura do item 13.1 dos Formulários de Referência foi identificado termos que mencionem a utilização de avaliação de desempenho em grupo, tais como: avaliação de resultados em grupo, desempenho da área de atuação, alcance de metas por departamentos, dentre outros termos semelhantes.

A variável independente Avaliação de Desempenho Organizacional (ADO) buscou verificar se a empresa realiza ou não essa modalidade de avaliação para fins de remuneração dos executivos nas organizações analisadas. Através da leitura do item 13.1 dos Formulários de Referência foi identificado termos que mencionem a utilização de avaliação de desempenho organizacional, tais como: avaliação de resultados corporativo, desempenho da organização, alcance de metas da companhia, dentre outros termos semelhantes.

A variável independente Avaliação de Desempenho Financeiro (ADF) procurou verificar se a empresa utiliza ou não informações de natureza financeira na avaliação de desempenho para fins de remuneração dos executivos nas organizações analisadas. Através da leitura do item 13.1 dos formulários de referência foi identificado termos que mencionem a utilização desse tipo de informação, tais como: EBITDA, lucro líquido, retorno sobre o patrimônio líquido, valorização de ações, receita líquida, dentre outros termos semelhantes.

A variável Avaliação de Desempenho Não Financeira (ADNF) representa se a empresa utiliza ou não informações de natureza não financeira na avaliação de desempenho para fins de remuneração dos executivos nas organizações analisadas. Através da leitura do item 13.1 dos Formulários de Referência foi identificado termos que mencionem a utilização de avaliação de desempenho em grupo, tais como: satisfação dos clientes, lançamento de novos produtos, índice de acidente de trabalho, dentre outros termos semelhantes.

A variável independente Remuneração Total Média (RT) representa a remuneração total paga pela empresa aos diretores estatutários dividida pelo número de executivos que compõem o quadro de diretoria estatutária. As informações que compõem os valores dessa variável foram obtidas através do programa SInC.

A variável independente Remuneração Variável Média (RV) reflete a remuneração variável (pagamento de bônus, participação nos resultados e opções de ações) total paga pela

organização aos diretores estatutários dividida pelo número de diretores estatutários. As informações que compõem os valores dessa variável foram obtidas através do programa SInC.

A variável independente Proporção da Remuneração Variável (PRV) representa a importância da remuneração variável em relação a toda remuneração paga pela organização a seus diretores estatutários. As informações que compõem os valores dessa variável foram obtidas através da divisão entre o valor da remuneração variável e a remuneração total (RV/RT).

Para Marconi e Lakatos (2010) quando um fenômeno pode sofrer influência de diversos fatores distintos, e não sendo possível analisa-los todos em um mesmo experimento, faz-se necessário a utilização de uma variável de controle com intuito de impedir com que esses demais fatores interfiram na análise da relação entre as variáveis. Portanto, o tamanho da empresa foi escolhido para ser a variável de controle por, possivelmente, exercer influência sobre as variáveis independentes e dependentes. O tamanho da empresa é considerado o total de Ativos mantidos pela organização.

Fávero et al. (2009) afirma que em pesquisas relacionadas à contabilidade, finanças e economia de empresas, normalmente há uma grande disparidade na variável associada ao tamanho das empresas, quando esta é medida pela ativo total. Para tanto, Fávero et al. (2009) preconiza que se realize o escalonamento da variável, ou seja, divida-as por uma medida de tamanho, amenizando assim o problema. Portanto, para evitarmos tal erro de heterocedasticidade neste estudo utilizaremos a função log na variável TAM.

O modelo econométrico a ser considerado para analisar os determinantes da relação entre a avaliação de desempenho e a remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras será evidenciado pelos seguintes modelos:

- (1) $ERL_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ADI_{ij} + \beta_2 ADG_{ij} + \beta_3 ADO_{ij} + \beta_4 ADF_{ij} + \beta_5 ADNFI_{ij} + \beta_6 RT_{ij} + \beta_7 RV_{ij} + \beta_8 PRV_{ij} + \beta_9 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij}$;
- (2) $ELL_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ADI_{ij} + \beta_2 ADG_{ij} + \beta_3 ADO_{ij} + \beta_4 ADF_{ij} + \beta_5 ADNFI_{ij} + \beta_6 RT_{ij} + \beta_7 RV_{ij} + \beta_8 PRV_{ij} + \beta_9 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij}$;
- (3) $MOp_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ADI_{ij} + \beta_2 ADG_{ij} + \beta_3 ADO_{ij} + \beta_4 ADF_{ij} + \beta_5 ADNFI_{ij} + \beta_6 RT_{ij} + \beta_7 RV_{ij} + \beta_8 PRV_{ij} + \beta_9 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij}$;
- (4) $ROA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ADI_{ij} + \beta_2 ADG_{ij} + \beta_3 ADO_{ij} + \beta_4 ADF_{ij} + \beta_5 ADNFI_{ij} + \beta_6 RT_{ij} + \beta_7 RV_{ij} + \beta_8 PRV_{ij} + \beta_9 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij}$; e

$$(5) ROE_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ADI_{ij} + \beta_2 ADG_{ij} + \beta_3 ADO_{ij} + \beta_4 ADF_{ij} + \beta_5 ADNFI_{ij} + \beta_6 RT_{ij} + \beta_7 RV_{ij} + \beta_8 PRV_{ij} + \beta_9 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij} .$$

Onde,

ERL_{ij} = Evolução da Receita Líquida da empresa *i* no tempo *j*;

ELL_{ij} = Evolução do Lucro Líquido da empresa *i* no tempo *j*;

MOp_{ij} = Margem Operacional da empresa *i* no tempo *j*;

ROA_{ij} = Retorno sobre Ativo da empresa *i* no tempo *j*;

ROE_{ij} = Retorno sobre Patrimônio Líquido da empresa *i* no tempo *j*;

ADI_{ij} = variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa realiza avaliação de desempenho individual de seus executivos e 0 quando não realiza;

ADG_{ij} = variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa realiza avaliação de desempenho em grupou (ou de unidades de negócio) na remuneração de executivos e 0 quando não realiza;

ADO_{ij} = variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa realiza avaliação de desempenho organizacional para remuneração de executivos e 0 quando não realiza;

ADF_{ij} = variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa realiza avaliação financeira para remuneração de executivos e 0 quando não realiza;

ADNFI_{ij} = variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa realiza avaliação não financeira para remuneração de executivos e 0 quando não realiza;

RT_{ij} = Remuneração Total Média recebida pela Diretoria Estatutária da empresa *i* no tempo *j*;

RV_{ij} = Remuneração Variável Média recebida pela Diretoria Estatutária da empresa *i* no tempo *j*;

PRV_{ij} = Proporção da Remuneração Variável sobre a Remuneração Total recebida pela Diretoria Estatutária da empresa *i* no tempo *j*;

TAM_{ij} = tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural do total do Ativo da empresa *i* no tempo *j*;

β_0 = intercepto;

$\beta_1 \dots \beta_9$ = constantes;

ε_{ij} = erro da regressão;

$i = 1 \dots 87$; e

$j = 1 \dots 5$.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo estão evidenciados os resultados obtidos na pesquisa. Verificou-se a relação existente entre avaliação de desempenho e a remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras.

4.1 Estatística Descritiva

Apresenta-se neste tópico os fatos mais relevantes acerca das variáveis que compõem o presente estudo. A Tabela 3 exibe as estatísticas descritivas das variáveis: avaliação de desempenho (ADI, ADG, ADO, ADF e ADNF), remuneração (RT, RV e PRV) e tamanho da organização (TAM), as quais foram utilizadas na realização do estudo no período de 2010 a 2014.

Tabela 3. Análise Descritiva da Amostra

Variável	Nº	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
RT	435	R\$ 1.726.070	R\$ 1.289.448	R\$ 1.156	R\$ 9.138.816	R\$ 1.447.072
RV	435	R\$ 824.497	R\$ 484.434	R\$ 0,00	R\$ 8.403.971	R\$ 1.097.885
PRV	435	47,76%	37,71%	0,00%	100,00%	25,64%
TAM	435	15,08	14,99	11,15	20,19	1,47
TAM (R\$)	435	R\$ 14.360.936	R\$ 3.262.986	R\$ 69.751	R\$ 589.826.413	R\$ 53.887.174

TAM (R\$): Corresponde ao Ativo Total em valores absolutos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que um membro da diretoria estatutária recebe, em média, R\$ 1.726.070 anualmente. Sendo que dessa remuneração anual R\$ 824.497 é relativo a recompensas variáveis, ou seja, cerca de 47,76%.

Nesta amostra a menor remuneração é de R\$ 1.156 por executivo, pertencente a companhia Valid Soluções S.A. no ano de 2010. Em contrapartida a remuneração mais elevada pertence a companhia Ultrapar S.A., sendo que, também em 2010, cada executivo auferiu em média R\$ 9.138.816 no ano.

A Tabela 4 evidencia a composição da remuneração total dos executivos, revelando o percentual de remuneração fixa e de remuneração variável. Os dados estão segregados de acordo com os setores de atuação das companhias.

Tabela 4. Análise Descritiva da Remuneração

Setor	Remuneração Fixa	Remuneração Variável
Bens Industriais	68,7%	31,3%
Construção e Transporte	42,9%	57,1%
Consumo Cíclico	53,7%	46,3%
Consumo não Cíclico	62,6%	37,4%
Financeiro e Outros	39,4%	60,6%
Materiais Básicos	50,4%	49,6%
Tecnologia da Informação	66,3%	33,7%
Telecomunicações	63,8%	36,2%
Utilidade Pública	73,4%	26,6%
Média	52,2%	47,8%

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 4, observa-se que o setor em que os executivos mais são recompensados com remuneração variável é o setor Financeiro, mesmo excluindo da amostra as instituições bancárias por terem tratativa diferenciada. Onde 60,6% da remuneração total é composta por recompensas de cunho variável.

Já por outro lado, o setor que menos remunera seus executivos com incentivos variáveis é o de Utilidade Pública, pois apenas 26,6% da remuneração total é composta por valores variáveis.

Na sequência apresenta-se a frequência com que os parâmetros de avaliação de desempenho são utilizados pelas companhias da amostra, conforme Tabela 5.

Tabela 5. Análise Descritiva da Avaliação de Desempenho

AValiação de Desempenho	SIM	NÃO
Individual	74%	26%
Grupo	23%	77%
Organizacional	86%	14%
Financeiro	90%	10%
Não Financeiro	66%	34%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que em 74% dos formulários de referência analisados consta a prática de avaliação de desempenho individual dos executivos. Já a avaliação de desempenho em grupo é pouco utilizada pelas companhias nos modelos de avaliação, evidenciada em apenas 23% dos demonstrativos analisados. Percebe-se que a maneira mais usual para se avaliar o desempenho dos gestores, presente em 86% dos formulários de referência, é por meio de

metas organizacionais, ou seja, conceder incentivos através de resultados globais da companhia.

No que se refere a indicadores que mesuram o desempenho das empresas, a grande maioria dos executivos são avaliados por meio de indicadores financeiros, 90% dos arquivos analisados, sendo que os mais frequentes nos formulários de referência são o EBITDA (*Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) e o lucro líquido. Porém, destaca-se ainda, uma forte atenção, por parte das companhias, nos indicadores que medem a qualidade das operações. Em 66% dos demonstrativos mencionavam a utilização de índices qualitativos que mediam a satisfação dos clientes, implementação de novos negócios, o domínio de mercado, dentre outros.

4.2 Análise dos Modelos

Utilizou-se a análise de regressão linear múltipla para verificar a existência da relação entre a avaliação de desempenho e a remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro das companhias brasileiras. Os modelos de regressão foram testados por meio do método de mínimos quadrados ordinários (MQO), os testes foram realizados no *software* SPSS – versão 20.

O diagnóstico de multicolinearidade, que em modelos de regressão pode ser medido pela VIF (*Variance Inflation Factor*), apresentou resultados dentro dos limites aceitáveis conforme Fávero et al. (2009).

4.2.1 Relação entre a variável dependente Evolução da Receita Líquida (ERL) e as variáveis explicativas

O teste foi realizado com 434 observações, e o modelo proposto apresentou um poder explicativo de 9,6%, de acordo com o coeficiente R^2 (0,096). O grau de significância do modelo mostrou-se ao nível de 1%, ou seja, o modelo é estatisticamente significativo.

Na sequência apresenta-se a Tabela 6, que exhibe as correlações encontradas no teste do modelo da evolução da receita líquida.

Tabela 6. Modelo Evolução da Receita Líquida

Variável	Coefficiente (β)	Erro padrão	Significância
ADI	0,001	0,077	0,994
ADG	0,026	0,076	0,734
ADO	0,069	0,158	0,663
ADF	-0,043	0,190	0,820
ADNF	0,057	0,068	0,404
RT	-0,001	0,000	0,002*
RV	0,001	0,000	0,000*
PRV	-0,386	0,172	0,026**
TAM	0,001	0,022	0,820

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, as variáveis relacionadas à remuneração exercem influência significativa na variável dependente. A variável remuneração total média (RT) apresenta significância a nível de 1%. Porém, o coeficiente beta demonstra que a variável RT influencia negativamente a evolução da receita líquida (ERL). Estes resultados encontrados para a variável ligada a remuneração dos executivos corroboram com Krauter (2013), onde seu estudo identificou correlação estatisticamente significativa entre a variável explicativa (Salário mensal médio) e a variável dependente (Crescimento das vendas). Isto indica que quanto maior a remuneração total (RT) dos executivos menor tende a ser a evolução da receita líquida (ERL).

A remuneração variável média (RV) se mostrou estatisticamente significativa a nível de 1% e positivamente influente na evolução da receita líquida (ERL). Ou seja, com base nos resultados encontrados é possível inferir que a medida que se aumenta a remuneração variável (RV) dos executivos a evolução da receita (ERL) também tende a aumentar.

A proporção da remuneração variável (PRV) também apontou resultados significantes a nível de 5%. O coeficiente negativo da variável PRV demonstra que quanto maior for a proporção da remuneração variável em relação a remuneração total menor será a evolução da receita líquida (ERL).

As variáveis explicativas relacionadas a avaliação de desempenho (ADI, ADG, ADO, ADF e ADNF) e a variável de controle (TAM) não apresentaram correlação estatisticamente significativa com a variável dependente. Portanto, não se pode afirmar que a variável evolução da receita líquida sofre algum tipo de influência das mesmas.

4.2.2 Relação entre a variável dependente Evolução do Lucro Líquido (ELL) e as variáveis explicativas

O teste foi realizado com 434 observações, apresentando um poder explicativo de 1,3%, conforme coeficiente R^2 (0,013). O modelo não demonstrou um nível aceitável de confiabilidade, ou seja, nenhuma das variáveis independentes consideradas no modelo exercem influência significativa nesta variável dependente.

A Tabela 7 exibe os resultados do modelo da evolução do lucro líquido.

Tabela 7. Modelo Evolução do Lucro Líquido

Variável	Coeficiente (β)	Erro padrão	Significância
ADI	-0,193	0,661	0,771
ADG	0,518	0,648	0,425
ADO	-0,089	1,345	0,948
ADF	0,017	1,618	0,992
ADNF	-0,056	0,580	0,923
RT	0,001	0,000	0,652
RV	-0,001	0,000	0,614
PRV	-0,778	1,470	0,597
TAM	-0,001	0,184	0,129

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que nenhuma das variáveis explicativas apresentaram resultados que comprovem estatisticamente alguma influência significativa com a evolução do lucro líquido (ELL). Portanto não é possível afirmar que o fato do executivo ser submetido a algum processo de avaliação de desempenho ou o executivo auferir maiores salários impliquem em algum efeito sobre o lucro líquido da companhia.

Esperava-se um resultado diferente para este modelo, dado que um dos objetivos mais almejados nos formulários de referência das companhias que praticam avaliação de desempenho é a obtenção de um lucro líquido elevado. Isto quer dizer que, os executivos destas companhias têm o lucro líquido como alvo, período após período, pois suas remunerações estão atreladas a este indicador.

4.2.3 Relação entre a variável dependente Margem Operacional (MOp) e as variáveis explicativas

O teste foi realizado com 434 observações, o modelo proposto apresenta um poder explicativo de 19,4%, de acordo com o coeficiente R^2 (0,194). Os resultados obtidos indicam um nível de significância a 1%, portanto, o modelo é estatisticamente significativo.

A Tabela 8, exibe os resultados do modelo da margem operacional.

Tabela 8. Modelo Margem Operacional

Variável	Coeficiente (β)	Erro padrão	Significância
ADI	-0,005	0,042	0,913
ADG	0,001	0,041	0,980
ADO	0,147	0,086	0,088***
ADF	-0,036	0,103	0,727
ADNF	0,141	0,037	0,000*
RT	-0,001	0,000	0,003*
RV	0,001	0,000	0,000*
PRV	-0,443	0,094	0,000*
TAM	0,001	0,012	0,863

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme Tabela 8 nota-se que a variável ADO apresentou significância estatística a 10% e com o sinal do beta positivo, indicando que existe relação positiva e significativa entre a avaliação de desempenho organizacional (ADO) e a margem operacional (MOp) das empresas pesquisadas.

A variável ADNF também demonstrou que possui relação com a variável dependente MOp a nível de 1% de significância. O que demonstra que empresas que possuem indicadores qualitativos no processo de avaliação de desempenho de seus executivos tendem a ter um reflexo positivo neste indicador financeiro.

A variável remuneração total média (RT) apresenta significância a nível de 1%. Porém, o coeficiente beta demonstra que a variável RT influencia negativamente a margem operacional. O que denota que quanto maior a remuneração total dos executivos menor tende a ser a margem operacional da companhia.

A remuneração variável média (RV) mostrou-se estatisticamente significativa a nível de 1% e impactando positivamente a margem operacional (MOp) das empresas analisadas.

Logo, com base nos resultados encontrados, é possível inferir que quanto maior a remuneração variável recebida pelos executivos, maior tende a ser a margem operacional da empresa.

A proporção da remuneração variável (PRV) também apontou resultados significantes a nível de 1%. O coeficiente beta negativo da variável PRV indica que quanto maior for a proporção da remuneração variável em relação a remuneração total menor será a margem operacional da companhia.

As variáveis explicativas relacionadas a avaliação de desempenho (ADI, ADG e ADF) e a variável de controle (TAM) não apresentaram correlação estatisticamente significativa com a variável dependente.

4.2.4 Relação entre a variável dependente Retorno sobre Ativos (ROA) e as variáveis explicativas

O teste contou com 434 observações, o modelo proposto apresenta um poder explicativo de 8,1%, de acordo com o coeficiente R^2 (0,081). Os resultados obtidos indicam um nível de significância a 1%, ou seja, o modelo é estatisticamente significativo.

A Tabela 9 expõe os resultados do modelo de retorno sobre ativos.

Tabela 9. Modelo Retorno sobre Ativos

Variável	Coeficiente (β)	Erro padrão	Significância
ADI	0,049	0,062	0,430
ADG	0,001	0,061	0,982
ADO	0,077	0,126	0,539
ADF	0,059	0,152	0,699
ADNF	-0,070	0,054	0,200
RT	-0,001	0,000	0,120
RV	0,001	0,000	0,001*
PRV	-0,302	0,138	0,029**
TAM	-0,001	0,017	0,000*

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a remuneração variável média (RV) apresentou significância a nível de 1%. Seu coeficiente beta denota que sua influência é positiva. Logo, pode-se dizer que as

empresas que compõem a amostra, que remuneraram seus diretores estatutários com maiores incentivos variáveis possuem maiores índices de retorno sobre seus ativos.

A proporção da remuneração variável (PRV) também apontou resultados significantes a nível de 5%. O coeficiente beta negativo da variável PRV indica que quanto maior for a proporção da remuneração variável em relação a remuneração total, menor tende a ser o índice retorno sobre os ativos da companhia.

A variável TAM demonstrou que possui relação estatisticamente significativa com a variável dependente ROA a nível de 1%. Seu coeficiente beta negativo já era esperado, haja vista que, quanto maior o ativo mantido pela companhia maior será o valor do denominador na fórmula utilizada para cálculo do índice.

Os resultados obtidos neste estudo com a variável de controle TAM confirmam os resultados encontrados por Krauter (2013) onde sua variável de controle (porte) também se mostrou estatisticamente significativa a 1% em relação a variável dependente (roa09) e coeficiente negativo. A pesquisa realizada por Krauter (2013) contou com amostra de 82 empresas e definido como porte o logaritmo natural do ativo total do ano de 2008 e a variável de desempenho financeiro (roa09) foi definido pela divisão do lucro líquido ajustado pela inflação, pelo ativo total também ajustado pela inflação. Ou seja, variáveis semelhantes às consideradas neste estudo.

As variáveis explicativas relacionadas a avaliação de desempenho (ADI, ADG, ADO, ADF e ADNF) e a variável remuneração total média (RT) não apresentaram correlação estatisticamente significativa com a variável dependente. Portanto, para este modelo não se pode assegurar estatisticamente que o indicador ROA sofra qualquer tipo de influência dessas variáveis explicativas.

4.2.5 Relação entre a variável dependente Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e as variáveis explicativas

O modelo proposto considerou 434 observações e apresentou um poder explicativo de 6,4%, de acordo com o coeficiente R^2 (0,064). Os resultados estatísticos obtidos indicam um nível de significância a 1%, ou seja, o modelo é estatisticamente significativo.

A Tabela 10 apresenta as correlações entre as variáveis do modelo de retorno sobre o patrimônio líquido.

Tabela 10. Modelo Retorno sobre Patrimônio Líquido

Variável	Coefficiente (β)	Erro padrão	Significância
ADI	0,021	0,082	0,797
ADG	-0,040	0,080	0,615
ADO	0,036	0,166	0,831
ADF	0,055	0,200	0,783
ADNF	-0,130	0,072	0,071***
RT	0,001	0,000	0,977
RV	0,001	0,000	0,979
PRV	0,307	0,182	0,092***
TAM	-0,001	0,023	0,000*

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a remuneração variável média (RV) apresentou significância a nível de 1%. Seu coeficiente beta denota que sua influência é positiva. Logo, pode-se dizer que as empresas que remuneraram seus diretores estatutários com maiores incentivos variáveis possuem maiores índices de retorno sobre seu patrimônio líquido. Contrapondo os resultados deste estudo Nascimento, Franco e Cherobim (2012) realizaram estudo com 49 companhias do setor de energia elétrica do Brasil e não encontraram relação estatisticamente significativa entre a remuneração variável e a variável dependente retorno sobre patrimônio líquido.

A proporção da remuneração variável (PRV) também apontou resultados significantes a nível de 5%. O coeficiente beta negativo da variável PRV indica que quanto maior for a proporção da remuneração variável em relação a remuneração total, menor tende a ser o índice retorno sobre o patrimônio líquido da companhia.

A variável TAM demonstrou que possui relação estatisticamente significativa com a variável dependente ROE a nível de 1%. Os resultados obtidos neste estudo com a variável de controle TAM vão ao encontro aos resultados obtidos por Krauter (2013) onde sua variável de controle (porte) também se mostrou estatisticamente significativa a 1% em relação a variável dependente (roe08) e coeficiente negativo. Com base nos resultados encontrados em ambos os estudos, pode-se inferir que quanto maior o tamanho da companhia menor tende a ser o retorno sobre o investimento do acionista.

As variáveis explicativas relacionadas a avaliação de desempenho (ADI, ADG, ADO, ADF e ADFN) não comprovaram estatisticamente relação com a variável financeira ROE, indicando que a prática de avaliação de desempenho não influencia no resultado deste indicador financeiro.

A variável remuneração total média (RT) não apresentou relação estatisticamente significativa com a variável dependente. Portanto, para este modelo não se pode assegurar estatisticamente que o indicador ROE sofra qualquer tipo de influência dessa variável explicativa. O que contraria os achados no estudo realizado por Krauter (2013), onde a pesquisadora encontrou significância estatisticamente positiva a nível de 5% entre a variável que mede a remuneração (salmen) e a variável financeira (roe09).

4.2.6 Síntese dos Modelos Testados

Em síntese ao exposto nos tópicos anteriores apresenta-se a comparação entre os resultados dos modelos testados. A Tabela 11 exibe a síntese dos resultados apresentados neste capítulo.

Tabela 11. Síntese dos Resultados dos Testes

Variável	ERL	ELL	MOp	ROA	ROE
ADI					
ADG					
ADO			(+)**		
ADF					
ADNF			(+)*		(-)**
RT	(-)*		(-)*		
RV	(+)*		(+)*	(+)*	
PRV	(-)**		(-)*	(-)**	(+)**
TAM				(-)*	(-)*

*, ** e *** Correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

(+) indica relação positiva entre as variáveis; e (-) indica relação negativa entre as variáveis.

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável ADNF, a qual demonstra o uso de indicadores não financeiros como parte do processo de avaliação de executivos para fornecer remuneração variável, relacionou-se positivamente com a margem operacional (MOp) das empresas testadas neste estudo. Tal resultado alinha-se ao exposto por Anthony e Govindarajan (2006) e Garrison, Noreen e Brewer (2013), os quais enfatizam que a inserção de indicadores qualitativos no processo de avaliação de desempenho dos executivos contribui para o alcance de resultados de longo prazo.

O uso de indicadores organizacionais (ADO) no processo de avaliação de desempenho dos gestores impactou positivamente a margem operacional (MOp) das companhias. O que

pode ser reflexo da necessidade que o proprietário possui de evidenciar aos agentes seu interesse, na busca dos resultados da organização.

Na amostra avaliada não foi possível inferir que ocorre vinculação positiva da evolução da receita (ERL) e da margem operacional (MOp) com a remuneração total (RT) paga aos executivos, pois a relação foi negativa. A variável RT representa o total da remuneração auferida pelos diretores estatutários, a qual é composta, em parte, por remuneração fixa, a qual é recebida independente do esforço depreendido. Fato este que pode contribuir para explicar a relação inversa encontrada. Entretanto, o incentivo fornecido por meio da remuneração variável (RV) relaciona-se positivamente com a evolução da receita (ERL), com a margem operacional (MOp) e com o retorno sobre o ativo (ROA). O que pode ser resultado da inserção de mecanismos que alinhem interesses entre principal e agente para maximizar os resultados.

A proporção da remuneração variável (PRV) mostrou-se inversamente relacionada a evolução da receita (ERL), a margem operacional (MOp) e ao retorno sobre o ativo (ROA). O que indica que quanto maior a participação dos incentivos variáveis sobre o total da remuneração dos executivos menor tende a ser o desempenho dos indicadores operacionais da companhia. Resultado este que contrapõe a relação esperada, ou seja, quanto maior a proporção do incentivo no montante de remuneração total, a tendência deveria ser de crescimento dos indicadores de desempenho operacional, ou seja, um impactaria positivamente o outro.

Porém, a proporção da remuneração variável (PRV) relaciona-se positivamente com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas do estudo. O relacionamento inverso ao encontrado nas demais variáveis dependentes, pode estar associado ao fato de que o ROE é um indicador afetado pelos resultados financeiros das companhias, e no Brasil mesmo as empresas serem predominantemente operacionais, utilizam-se de diversos artefatos que impactam consideravelmente os resultados financeiros.

Ao analisar os formulários de referência das companhias percebe-se uma justificativa comum entre as companhias para a utilização cada método de remuneração, onde a remuneração fixa paga mensalmente aos executivos se alinha aos interesses das companhias de curto prazo de atrair e reter profissionais qualificados. Já a remuneração variável se alinha aos interesses da companhia de médio e longo prazo de incentivar a administração a conduzir com êxito os negócios da companhia, estimulando a cultura empreendedora e orientada para

resultados, na medida em que tanto os acionistas quanto os diretores se beneficiam de melhoras no resultado e aumentos na cotação de mercado das ações.

Apenas o modelo que considera a evolução do lucro líquido (ELL) como variável dependente não obteve uma relação estatisticamente significativa com as variáveis explicativas.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo verificar a relação entre avaliação de desempenho e remuneração de executivos com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. A pesquisa teve como amostra 87 companhias de capital aberto que têm seus demonstrativos financeiros divulgados pela CVM. O período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2014.

Os resultados indicaram que 74% das empresas analisadas divulgaram em seus demonstrativos a realização da avaliação de desempenho individual, 23% realizam avaliação de desempenho em grupo ou por unidade de negócio, 86% realizam a avaliação de desempenho organizacional. Percebeu-se que 90% das companhias pesquisadas utilizam índices financeiros na avaliação de desempenho e 66% são adeptas de indicadores não financeiros no processo de avaliação de desempenho, evidenciando que os indicadores financeiros estão mais frequentes no processo de avaliação de desempenho de executivos.

Conclui-se que existe relação entre a remuneração recebida pelos diretores estatutários e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. Principalmente no que se refere a remuneração variável que se mostrou uma importante ferramenta para alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, minimizando os conflitos de agência. Pois, nas companhias analisadas, a remuneração variável mostrou-se positivamente relacionada com indicadores de desempenho econômico-financeiros.

Porém, ao verificar os parâmetros e indicadores utilizados na avaliação de desempenho dos executivos, já não se pode afirmar o mesmo, pois na maioria dos casos não houve relação estatisticamente significativa com os indicadores de desempenho econômico-financeiro analisados.

Uma limitação da realização deste estudo, decorre do fato de que nos formulários de referência divulgados pelas companhias há um tópico destinado a informar os principais indicadores considerados na determinação dos elementos da remuneração, entretanto, não há um tópico dedicado para que as empresas divulguem os itens mais relevantes considerados no processo de avaliação de desempenho dos executivos. Assim, nem todas as empresas têm como hábito divulgar tais informações a seus *stakeholders*. Motivo este que levou a exclusão de diversas empresas da amostra.

Mesmo com tais limitações, acredita-se que o presente trabalho trouxe importantes contribuições para os estudos da área, principalmente, ao comprovar empiricamente relação

entre a remuneração variável dos executivos e o desempenho econômico-financeiro das companhias pesquisadas. Fica como sugestão para pesquisas futuras que o setor de atuação das companhias seja levado em consideração para identificar o comportamento das relações entre as variáveis em cada setor de atuação das companhias brasileiras.

REFERÊNCIAS

ADUDA, J. **The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector**. Journal of Accounting and Taxation. vol. 3, p.130-139. 2011.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, A. **A dinâmica das decisões financeiras**. Cadernos de Estudos. São Paulo: FIECAFI, v. 16, p. 9. 1997.

_____. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil** – uma aplicação prática. 202p. Tese (Livre Docência) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Ribeirão Preto, São Paulo. 2003.

_____. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2008. 371 p.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JÚNIOR, N. I. **A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria**. Revista de Administração UFSM, vol. 1, n. 1, Santa Maria. 2008.

BLAY, M. **Aplicação prática de um sistema de incentivos: A Remuneração Variável como Ferramenta Estratégica**. São Paulo: EAESP/FGV, 1995. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5497/1199601422.pdf?sequence=1>>. Acesso em 02 nov. 2015.

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**. XXVII Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução 480, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 05 de jan. 2016.

DELLAGNELO, E. H. L.; DELLAGNELO, J. R. G. **Modelos de eficácia subjacentes aos programas de remuneração variável**. Revista de Negócios, Blumenau, v. 2, n. 1, p. 53-67. 1996.

DIAS, A. L.; CÂMARA, D. S.; NASCIMENTO, R. O. **Avaliação de desempenho**: fatores que resultam em implicações negativas da avaliação de desempenho funcional associada ao programa GDF da CHESF. 174 p. Monografia (Especialização em Administração) Universidade Federal da Bahia, Salvador. 2003.

FAMA, E. F. **Agency Problems and the Theory of the Firm**. The Journal of Political Economic. Chicago, vol. 88, n. 2, p. 288-307. 1980.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 646 p.

GARRISON, R. H.; NOREEN, E. W.; BREWER, P. C. **Contabilidade gerencial**. 14. ed. – Porto Alegre: AMGH, 2013. 751 p.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira** – essencial. 2. ed. – Porto Alegre: Bookman, 2001. 610 p.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Teoria da Firma**: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. RAE, v. 48, n. 2, p. 87-125. 2008.

JOHN, K.; QIAN, Y. **Incentive features in CEO compensation in the banking industry**. Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York. 2003. ABI/INFORM Global. p. 109-121.

KRAUTER, E. **Contribuição do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro**: Um Estudo com Empresas Industriais no Brasil. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

_____. **Remuneração de executivos e desempenho financeiro**: um estudo com empresas brasileiras. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, Brasília, v. 7, n. 3, art. 3, p. 259-273. 2013.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. – São Paulo: Atlas, 2010. 372 p.

MENDES, A. P. S. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A. **Management control systems performance measurement, evaluation and incentives**. Prentice Hall 2. ed. 2007.

NASCIMENTO, C.; FRANCO, L. M. G.; CHEROBIM, P. M. S. **Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros**: evidências do setor elétrico. Revista Universo Contábil. Blumenau, v. 8, n. 1, p. 22-36. 2012.

OYADOMARI, J. C. T. et al. **Influências da remuneração de executivos na congruência de metas**. Revista Contemporânea de Contabilidade. Florianópolis, ano 06, vol. 1, n. 12, p. 53-74. 2009.

SANTOS, V. A. **Avaliação de desempenho e remuneração de executivos nas melhores empresas para se trabalhar no Brasil**. 2014, 47f. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2014.

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. 2012. 14 p.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2013. 72f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa-PB, 2013.