



RECURSOS HUMANOS

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS VERSUS DESEMPENHO DAS EMPRESAS

EXECUTIVE'S COMPENSATION VERSUS PERFORMANCE COMPANIES

Ilse Maria Beuren
Universidade Federal do Paraná

Sady Mazzioni
Universidade Comunitária da Região de Chapecó

Marcia Zanievicz da Silva
Universidade Regional de Blumenau

Data de submissão: 22 mai. 2013. **Data de aprovação:** 20 set. 2013. **Sistema de avaliação:** Double blind review. Universidade FUMEC / FACE. Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins. Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho. Prof. Dr. Luiz Claudio Vieira de Oliveira

RESUMO

Esta pesquisa objetiva analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa, descritiva e de natureza quantitativa, compõe-se de uma amostra de 219 empresas brasileiras de capital aberto, com dados do período de 2009 a 2011, perfazendo um total de 657 observações. Os dados sobre a remuneração foram coletados nos Relatórios de Referência, de divulgação obrigatória a partir da Instrução CVM nº 480/09. Os resultados mostram que a remuneração dos executivos é negativa, significativamente correlacionada com o tamanho da empresa e, positivamente, com os indicadores de mercado. Contrariando as expectativas, os testes estatísticos aplicados não evidenciaram correlação entre a remuneração dos executivos e os indicadores de desempenho financeiro. Conclui-se que há relação negativa entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos e que a remuneração dos executivos está associada apenas ao desempenho de mercado das empresas.

PALAVRAS-CHAVE

Remuneração dos executivos. Tamanho da empresa. Desempenho. Indicadores de mercado. Indicadores financeiros.

ABSTRACT

This research aims to analyze whether executive's compensation is correlated with the size and performance of Brazilian companies with open capital. The descriptive and quantitative research is based on a sample of 219 Brazilian companies with open capital, with data of the period from 2009 to 2011, with a total of 657 observations. Data on compensation were collected from the Relatórios de Referência (Background Reports), which has mandatory disclosure since CVM (Securities and Exchange Commission of Brazil) instruction 480/09. The results show that executive's compensation is negatively and significantly correlated with the company's size and market indicators. Contrary to expectations, the statistical tests showed no correlation between executive's compensation and financial performance indicators. It is concluded that there is a negative relationship between the company's size and executive's compensation, and that executive's compensation is linked only to the market performance of the companies.

KEYWORDS:

Executive's Compensation. Company's Size. Performance. Market Indicators. Financial Indicators.

INTRODUÇÃO

De acordo com Murphy (1998), a história moderna, relacionada à remuneração dos executivos, teve início em 1980, paralelamente à aceitação da teoria da agência, segundo a qual a segregação da propriedade e do controle da empresa relaciona-se com o problema de agência sugerido por Berle e Means, no ano de 1932. A separação entre propriedade (principal) e controle (agente) gera poder discricionário aos controladores (gestores), que pode ser utilizado para o favorecimento do agente em detrimento dos interesses estabelecidos pelo principal (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; FERRARINI; MOLONEY, 2005).

O conflito de interesses entre principal e agente pode ser minimizado a partir de uma relação contratual, por meio da qual o

principal proporciona ao agente os incentivos adequados para que este faça escolhas que maximizem a riqueza daquele. A remuneração por meio de ganhos variáveis é vista como uma das formas de se estabelecer simetria de interesses entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976).

A política de remuneração dos executivos, no entanto, pode igualmente gerar disfunções. Um exemplo apontado por Jensen, Murphy e Wruck (2004) indica que, quando o salário do gestor é positivamente correlacionado com o tamanho da empresa, o sistema de remuneração pode estimular os executivos a aumentar o tamanho da empresa, mesmo que isso gere destruição de valor para o principal. Tal fato ocorre porque os problemas de agência são especialmente prevalentes nas decisões que

são pessoalmente caras para os executivos: decisões sobre demissões, compra e venda de divisões, aquisição de benefícios para executivos, remodelação de sedes da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Na concepção de Nascimento, Reginato e Lerner (2009), o desempenho das organizações não está restrito a fatores relacionados à economia mundial, aos consumidores ou ao mercado. O desempenho organizacional é impactado pela forma como os executivos administram o negócio. O desempenho das organizações e de seus membros está relacionado com a motivação de todos para executarem suas atividades.

Em razão do exposto, no contexto das empresas brasileiras de capital aberto, o estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: em que medida as variáveis de tamanho e desempenho organizacional estão relacionadas com o valor pago a título de remuneração dos executivos? Com base na questão problema, o estudo objetiva analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

São escassas e de resultados controversos as pesquisas nacionais que correlacionam a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, conforme pode ser observado em Funchal e Terra (2006), Camargos, Helal e Boas (2007), Krauster (2009), Nascimento, Franco e Cherobim (2012). Uma possível explicação pode estar vinculada ao baixo grau de evidencição, por parte das empresas, dos valores efetivamente pagos aos seus executivos a título de remuneração variável. Porém, a partir de 2010, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução nº 480/09, determinou que as empresas

de capital aberto divulguem no Relatório de Referência os valores pagos, a título de remuneração, para a administração e os conselhos.

A motivação para este estudo decorre de resultados controversos encontrados em pesquisas realizadas em empresas brasileiras. Em vista da evidencição compulsória, pelas empresas, dos valores pagos a título de remuneração para executivos e conselheiros, desde 2009, espera-se que o estudo possa contribuir com a literatura sobre o tema. Por conseguinte, a análise dos dados possui maior abrangência, comparativamente às dos estudos anteriores, fato que contribui para melhorar a qualidade das variáveis de medidas adotadas na análise dos dados.

REFERENCIAL TEÓRICO

As ações gerenciais não são perfeitamente observáveis pelos acionistas, assim como nem sempre é possível saber se tais ações estão direcionadas à maximização da riqueza dos acionistas. A segregação de propriedade e controle potencializa a ocorrência de conflitos de interesse, denominados de conflitos de agência. Nesse caso, o proprietário delega ao gestor o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, o agente tende a agir em benefício próprio, em vez de tomar decisões em favor dos interesses do principal.

Nessas situações, a teoria da agência prevê que a política de remuneração deve fornecer ao agente incentivo para selecionar e implementar ações em favor do principal. Logo, a política de remuneração é utilizada para alinhar a utilidade esperada do agente com o objetivo do principal (JENSEN; MURPHY, 1990; TSAI; YAMAMOTO, 2005).

A teoria da agência preconiza que a assimetria da informação entre principal e agente favorece o comportamento oportunista, em que o agente tende a maximizar seus interesses em detrimento daqueles do principal. Uma forma de redução do conflito de interesses ocorre por meio de sistemas de remuneração estratégicos que favoreçam o alinhamento entre tais interesses.

Remuneração dos Executivos

Os modelos de remuneração tradicionais do trabalho tornaram-se anacrônicos com os novos paradigmas organizacionais (WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004). A remuneração deve ser estratégica e necessita considerar o contexto organizacional, a estrutura, o estilo gerencial, a visão do futuro. A remuneração estratégica deve ser

concebida como uma forma de canalizar energias para o contexto dos interesses dos proprietários, auxiliando-os no alinhamento desses interesses e atuando como uma alavanca de resultados.

A remuneração, concebida com uma função estratégica de alinhamento de interesses entre principal e agente, tende a ser assim segregada: i) remuneração fixa; ii) remuneração variável de curto prazo; iii) remuneração variável de longo prazo. No Quadro I, descrevem-se os componentes de remuneração presentes em cada um desses grupos.

O conjunto de tipos de remuneração, descritos no Quadro I, varia conforme a empresa e até mesmo o país, uma vez que há heterogeneidade nas práticas de remuneração dos executivos entre empresas.

QUADRO 1 – Detalhamento dos tipos de remuneração

Remuneração Fixa	Remuneração variável de curto prazo	Remuneração variável de longo prazo
<p>Diretos:</p> <p>Salário base</p> <p>Contribuições sociais</p> <p>Gratificações anuais</p> <p>Décimo terceiro salário</p> <p>Férias</p> <p>Indiretos:</p> <p>Assistência médica</p> <p>Aluguéis</p> <p>Auxílio alimentação</p> <p>Carro</p> <p>Etc.</p> <p><i>Skill-based-pay</i>: remunera os indivíduos com base nas habilidades ou conhecimentos que possuem (podem ser também de longo prazo).</p>	<p><u>Relativos ao desempenho</u>:</p> <p><i>Gain sharing</i>: remunera em função da redução de custos, produtividade.</p> <p><i>Profit sharing</i>: são os lucros distribuídos em um determinado período.</p> <p><i>Pay-for-performance</i>: vincula-se ao alcance de metas/resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em dinheiro, geralmente recebidos no final do exercício social.</p>	<p><u>Relativos ao desempenho</u>:</p> <p><i>Stock options</i>: são incentivos de longo prazo, que possibilitam aos empregados a aquisição de ações com preço subsidiado.</p> <p><i>Benefícios de remuneração em ações</i>: pode diferenciar-se por proporcionar pagamento futuro vinculado ao valor de mercado das ações da entidade.</p> <p><u>Pós-emprego</u>:</p> <p>Demissões: acordos formais e informais que comprometem a entidade com o empregado após a extinção do vínculo de serviço, por exemplo, com planos de aposentadoria complementar, pensões, seguros de vida, etc.</p>

Fonte: Adaptado de Oliva e Albuquerque (2007); CVM (2000).

No modelo norte-americano, por exemplo, a remuneração dos executivos possui quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho financeiro (contábil), planos de incentivos e *stock options*. Esta última modalidade tem se ampliado: evoluiu de 22% do total da remuneração dos executivos, no ano de 1992, para 47% deste total, no ano de 2002 (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

No Brasil, conforme Nunes e Marques (2005), os primeiros registros de adoção de planos de incentivos baseados em opções de ações datam de 1970 e foram realizados por empresas americanas instaladas no país. Posteriormente, estudos como os de Kimura, Basso e Wakamatso (2006) e Toledo Filho, Silva e Santos (2009) indicaram que tais planos eram incipientes. Porém, comparando-se o volume de empresas contidas em cada uma das referidas pesquisas, é possível evidenciar a ocorrência de um lento, mas gradativo crescimento.

Remuneração dos Executivos e Desempenho Organizacional

Para Watts e Zimmerman (1990), a necessidade de incentivos variáveis surge quando o principal não consegue monitorar o agente. Porém, tais incentivos acabaram por criar arranjos institucionais, geralmente por meio de contratos, que suscitam monitoramento. Os autores relatam que os contratos só são passíveis de reduzir o custo de agência se as partes conseguem determinar quando estes não são cumpridos. Isso gera uma demanda de acompanhamento dos contratos, que atribui à contabilidade importante papel, tanto no monitoramento quanto na definição de encargos.

Os dados contábeis servem, por exemplo, para estabelecer contratos de remuneração

com formas de cálculo baseadas no lucro, no volume de vendas, na margem de contribuição, em redução de custos, em gastos por centro de responsabilidade, dentre outros. Watts e Zimmerman (1990) observam que o uso da contabilidade para monitorar o desempenho de administradores é frequente em textos de contabilidade gerencial. Textos de auditoria descrevem o uso de controles internos e contábeis para restringir a atuação dos gestores ou a possibilidade de os funcionários desviarem recursos; e a auditoria externa oferece garantias aos agentes de que não há violação das práticas contábeis geralmente aceitas nem violação dos contratos estabelecidos.

A teoria da agência possui três pressupostos comportamentais subjacentes: i) o principal e o agente são racionais; ii) o agente é autointeressado; iii) a existência de diferentes níveis de aversão ao risco (JENSEN; MECKLING, 1976; LEVINTHAL, 1988; BAIMAA, 1990). O interesse do agente racional e autointeressado cria o potencial risco moral, em que os agentes podem agir de forma a maximizar seus resultados em detrimento dos objetivos do principal (EISENHARDT, 1989; BAIMAN, 1990; NII-AKANT; RAO, 1994).

O alinhamento de interesses dá-se por meio de sistemas de monitoramento (o principal observa e limita as ações do agente) e compensação (um contrato de remuneração atrelado ao resultado). Assim, os contratos de remuneração devem alinhar os interesses do agente com os do principal. No entanto, as evidências de uma relação positiva entre desempenho da empresa e remuneração dos executivos são controversas em pesquisas realizadas em empresas brasileiras. Esses resultados remetem a uma nova investigação, agora com

a divulgação obrigatória da remuneração dos executivos. Nessa perspectiva, elaborou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A remuneração dos executivos está positivamente associada ao desempenho das empresas.

A evidência de uma relação positiva entre remuneração dos executivos e desempenho da empresa, medido por meio de indicadores financeiros e de mercado, pode indicar a ocorrência de alinhamento de interesses entre as partes interessadas e sinalizar que os contratos de remuneração adotados são adequados e, por conseguinte, resultam em minimização da ocorrência de risco moral.

Especificamente, no que se refere à remuneração baseada em bonificação, de acordo com Murphy (1998), o entendimento dos bônus baseados em medidas financeiras (contábeis) e em opções de ações está longe de ser completamente compreendido. Isso sugere a necessidade de mais investigações empíricas sobre possíveis relações entre essas variáveis.

No Brasil, Nascimento *et al.* (2011) investigaram a existência de desempenho superior nas empresas que concedem remuneração baseada em ações, comparativamente às que não concedem. Os autores não constataram diferenças estatisticamente significativas que permitiram validar tal suposição, embora a amostra contivesse em média 260 empresas e o período de análise tenha sido de três anos (2007 a 2009). Porém, a variável remuneração foi qualitativa, e a amostra da pesquisa compreendia todos os empregados.

Assim, pressupondo que, quando a remuneração dos executivos ocorre por meio de ações, exista maior convergência

de interesses entre agente e principal, especificamente em relação à existência de simetria entre remuneração baseada em ações para os executivos e o desempenho da empresa, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H2 – Empresas que remuneram seus executivos por meio de opções de ações apresentam maior desempenho, comparativamente às que não remuneram nessa modalidade.

Uma sinalização positiva entre a remuneração dos executivos por meio de um sistema de opção de ações e o desempenho das empresas pode indicar um alinhamento de interesses entre as partes e uma consequente redução de comportamento oportunista, em favor da maximização dos resultados, pretendida pelo principal.

Tamanho da Empresa e Remuneração dos Executivos

Pesquisas como as de Jensen (1994), Markides (1995), Conyon e Murphy (2000), Tons e Wright (2002), Gadad e Thomas (2004) observam uma relação diretamente proporcional entre a remuneração dos executivos e o tamanho da empresa. Por outro lado, enfatizam a existência de estudos, a partir de 1980, sugerindo que a alienação de empresas para um desinvestimento é mais positiva para o acionista.

Haynes, Thompson e Wright (2007) relatam que a questão do tamanho da empresa faz parte de um tema mais amplo: se a literatura empírica enfatiza que a alienação de empresas e a consequente redução da diversificação é positiva para o acionista, quais as razões que levam as empresas a manterem ampla diversificação?

O sistema de remuneração premia os

executivos do alto escalão ao aumentarem o tamanho da empresa, embora isso possa estar destruindo o seu valor (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; HAYNES; THOMPSON; WRIGHT, 2007). Estudos anteriores, em diversos países, como os de Cosh (1975), no Reino Unido, Brunello, Graziano, Parigi (2001), na Itália, Merhebi *et al.* (2006), na Austrália, Funchal (2005) e Silva (2010), no Brasil, e Shiwakoti (2012), na Austrália, encontraram relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos. Espera-se que tal fato seja confirmado no presente estudo. Para tanto, testa-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H3 – A remuneração total dos executivos é positivamente relacionada ao tamanho da empresa.

Pesquisas anteriores encontraram relação positiva entre remuneração dos executivos e o tamanho das empresas (FUNCHAL, 2005; SILVA, 2010). Estima-se, no presente estudo, que tal relação permaneça positiva e significativamente relacionada, visto que o volume de recursos destinados à remuneração dos agentes deve estar relacionado à capacidade de pagamento do principal. Na sequência, são detalhados estudos anteriores sobre o tema, já citados neste estudo, com vistas a consubstanciar os resultados desta pesquisa.

Estudos Anteriores

As primeiras pesquisas dedicadas no mundo ao tema remuneração dos executivos datam de 1950, segundo Murphy (1998), sendo escassas até 1985. Dentre as poucas desenvolvidas até então, o autor destaca as de Roberts (1956), Baumol (1959), Lewellen e Huntsman (1970), as quais, em sua

maioria, estavam relacionadas ao tamanho da empresa ou aos lucros. Os primeiros estudos citados por Murphy (1998), que correlacionaram salário do executivo e desempenho da empresa são os de Coughlan e Schmid (1985), Murphy (1985; 1986), Abowd (1990), Jensen e Murphy (1990) e Leonard (1990), sucedidos posteriormente por diversas outras pesquisas.

Uma das justificativas encontradas no cenário internacional para a ampliação de pesquisas voltadas para a remuneração dos administradores está relacionada com os escândalos corporativos ligados à perda de valor das empresas, em detrimento de ganhos abusivos dos administradores, verificados em empresas como a General Electric, New York Stock Exchange, Enron e WorldCom (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; FERRARINI; MOLONEY, 2005).

Em estudos publicados no Brasil sobre o tema, é possível verificar, pelo menos, três abordagens distintas: i) práticas de remuneração de executivos (KIMURA; BASSO; WAKAMATSO, 2006; OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007; TOLEDO FILHO; SILVA; SANTOS, 2009); ii) níveis de evidência de informações sobre a remuneração (GALLON *et al.* 2005; DIAS; CUNHA; MÁRIO, 2009; SILVA, 2010; SILVA; BEUREN, 2010); iii) relação entre remuneração de executivos e desempenho empresarial (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; KRAUSTER, 2009; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIM, 2012). Essa última abordagem é o foco do presente estudo

No Quadro 2, sintetizam-se os achados das pesquisas que relacionaram a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

QUADRO 2 – Os objetivos, as variáveis e alguns principais resultados de estudos anteriores

Autores	Objetivo	Amostra, período e variáveis	Principais resultados
Funchal (2005)	Estudar os determinantes da remuneração executiva na América Latina, com base em indicadores contábeis, indicadores do mercado de ações e características de governança corporativa (incluindo características do conselho e do principal executivo, e estrutura de propriedade).	Amostra: 67 empresas da Argentina, Brasil, Chile e México, que emitiram <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) nos Estados Unidos. Período de 1998 a 2002. O modelo foi estimado utilizando dados financeiros da <i>Economática</i> do período de 1998 a 2002. Os dados sobre governança corporativa e remuneração executiva foram extraídos do relatório 20-F de 2002.	O resultado indicou que desempenho da empresa e governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração executiva. No entanto, o tamanho da empresa exerceu influência positiva estatisticamente significativa sobre a remuneração executiva. O autor concluiu que a remuneração executiva não está conectada diretamente com a riqueza dos acionistas nessas companhias.
Funchal e Terra (2006)	Examinar os determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa, incluindo características do conselho e da diretoria executiva, bem como sua estrutura de propriedade.	Amostra: 67 empresas da Argentina, Brasil, Chile e México, que emitiram ADRs nos Estados Unidos. Período de 1998 a 2002. Remuneração média total de executivos e conselheiros. Indicadores de desempenho utilizados: retorno sobre os ativos; crescimento do valor de mercado da empresa; Q de Tobin.	Concluíram que país, setor e tamanho da empresa são significativos para determinar a remuneração dos executivos e que as variáveis relativas ao desempenho e à governança corporativa das empresas não foram relevantes na explicação da remuneração dos executivos das empresas latino-americanas.
Camargos, Helal e Boas (2007)	Analisar a relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que têm ADRs listados em bolsas norte-americanas.	Amostra: 29 empresas. Ano: 2005. Remuneração média total de executivos e conselheiros; índice valor de mercado; retorno acionário; lucro por ação; Retorno sobre o ativo; retorno sobre PL; <i>payout</i> .	O estudo encontrou uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.
Krauster (2009)	Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, no contexto do mercado brasileiro.	Amostra: 44 empresas industriais. Anos: 2006 e 2007 Diretores, Vice-presidente e Presidente. Crescimento nas vendas; retorno sobre o PL; margem líquida de vendas.	De acordo com a análise estatística, a autora conclui que não foi possível comprovar a existência de relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.
Nascimento <i>et al.</i> (2011)	Verificar a existência de desempenho superior em empresas que concedem opções de ações como forma de remuneração quando comparado com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo.	Amostra média: 260 empresas. Período: 2007 a 2009. Plano de opção de ações para empregados em geral (variável <i>dummy</i>); lucro por ação; retorno sobre o ativo; retorno sobre o PL; retorno sobre as vendas.	Os autores concluíram que não houve um melhor desempenho das empresas que optaram pela concessão de opções de ações comparativamente àquelas que não ofertam tal opção.
Nascimento, Franco e Cherobim (2012)	Identificar se existe relação entre os índices contábeis financeiros e as práticas de remuneração variável nas empresas do setor de energia elétrica do Brasil	Amostra: 49 empresas listadas na BM&FBOVESPA. Ano: 2008. Empregados em geral. Variável <i>dummy</i> (remuneração variável ou não). Índices financeiros utilizados: margem líquida; taxa de retorno sobre o ativo total; retorno sobre o patrimônio líquido; e lucro disponível ao acionista.	As práticas de remuneração variável não influenciam, positivamente, os resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas do setor elétrico brasileiro.

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 2, é possível observar que os estudos que utilizaram dados quantitativos para a remuneração tinham uma amostra restrita a empresas com emissão

de ADRs. Nota-se, também, que os estudos cuja amostra e recorte longitudinal eram maiores possuíam somente dados qualitativos relacionados à remuneração. Constata-

se, ainda, que a maioria dos estudos concluiu não haver relação entre remuneração e desempenho das empresas.

METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva de natureza quantitativa com fonte de dados documental. Os dados secundários foram coletados a partir da base de dados existente na Economática® – para as informações contábeis; e dos sítios eletrônicos da CVM e da BM&F BOVESPA – para as informações relativas à remuneração dos executivos, referentes ao triênio 2009, 2010 e 2011.

A população da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto com registro ativo na CVM em 31/12/2011 e com informações disponíveis na base de dados Economática®, totalizando 351 empresas. A amostra, extraída desta população, constitui-se das empresas não financeiras que publicaram, no sítio da CVM, as informações do item 13 do Formulário de Referência, nos três anos investigados, e que não possuíam informações atípicas (*outliers*), perfazendo um total de 219 empresas e de 657 observações.

Admitindo-se a existência de características específicas, as empresas do segmento financeiro foram excluídas da amostra, pois sua presença poderia gerar distorções nos resultados finais. Na Tabela 1, apresenta-se

a classificação da população e da amostra por segmento de mercado.

Observa-se, na Tabela 1, que a amostra, composta por 219 empresas, representa 62,4% da população total. De forma setoriada, a amostra do setor industrial destaca-se por ter uma representação percentual superior ao percentual deste setor em relação à população total, enquanto a amostra do setor de serviços apresenta situação inversa. Nos demais, há um alinhamento em termos de representação percentual entre a amostra e a população. Ressalta-se ainda que a ordem da proporcionalidade por setor manteve-se na amostra, em comparação com a população.

O Formulário de Referência é um documento periódico, de publicação obrigatória, de acordo com a Instrução CVM nº 480/09, que reúne informações relevantes para a compreensão e a avaliação de uma empresa, originadas de suas diferentes áreas internas. De acordo com o item 13, desse formulário, as empresas devem descrever a política ou a prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal e dos comitês, incluindo remuneração fixa, variável, opção de ações, arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos que se configurem como mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores.

TABELA 1 – Análise descritiva da amostra por setor econômico

Setores	População		Amostra	
	Quantidade	%	Quantidade	%
Indústria	111	31,6	88	40,5
Comércio e transporte	45	12,8	26	11,7
Serviços	188	53,6	100	45,5
Mineração	7	2,0	5	2,3
Total	351	100	219	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Para correlacionar “desempenho da empresa” e “remuneração dos administradores” adotou-se um grupo de variáveis similar ao utilizado no estudo de Funchal e Terra (2006) e de Camargos, Helal e Boas (2007), permitindo assim a comparação dos resultados obtidos com os estudos anteriores. Nestes, a variável dependente corresponde à remuneração dos executivos; e como variáveis independentes foram adotados dois grupos distintos: i) indicadores de desempenho financeiro: retorno sobre o ativo (ROA), lucro por ação (LPA) e dividendos por ação (DPA); ii) indicadores de mercado: retorno acionário (RA), índice de valor de mercado (IVM) e Q de Tobin (QT).

No Quadro 3, descreve-se a sistemática de mensuração de cada um dos indicadores descritos, cuja fonte de coleta de dados foi a Economática®.

Para minimizar o efeito de grandeza nos salários entre as diferentes empresas contidas na amostra, optou-se por transformar

o valor das remunerações em uma fração proporcional às receitas totais, em cada um dos anos analisados (remuneração total ÷ receita total). Tal procedimento é condizente com os estudos de Gregg, Jewell e Tonks (2011). Para a variável “tamanho da empresa” considerou-se o valor dos ativos totais, procedimento idêntico ao adotado por Funchal (2005).

Para testar as hipóteses de pesquisa, aplicaram-se as técnicas de estatística descritiva, teste de normalidade, correlação canônica, teste não paramétrico de Mann-Whitney e correlação de Spearman. O Coeficiente de Correlação de Pearson foi preterido em relação ao de Spearman, em razão de a amostra ser proveniente de uma população com distribuição não normal, medida por meio do teste Kolmogorov-Smirnov, com uma probabilidade de erro de 5%.

A correlação canônica, utilizada para testar a hipótese H1, pode ser entendida como uma extensão da regressão múltipla.

QUADRO 3 – Variáveis utilizadas na pesquisa e forma de mensuração

Variáveis independentes		Sistemática para mensuração
Indicadores financeiros	Retorno sobre ativos (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$
	Lucro por ação (LPA)	$LPA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Número de ações}}$
	Dividendo por ação (DPA)	$DPA = \frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Número total de ações}}$
Indicadores de mercado	Retorno acionário (RA)	$RA_{it} = \frac{\text{Cotação da ação}_{(t-1)}}{\text{Cotação da ação}_t}$
	Índice de valor de mercado (IVM)	$IVM = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contábil}}$
	Q de Tobin (QT)	$QT = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{dívidas}}{\text{Ativo total}}$
Variável dependente		Sistemática para mensuração
Remuneração	Remuneração total (RT)	Remuneração fixa + Remuneração variável

Fonte: Adaptado de Funchal e Terra (2006); Camargos, Helal e Boas (2007).

Para Fávero *et al.* (2009, p. 506), “o objetivo da Correlação Canônica é quantificar a força da relação existente entre dois vetores de variáveis, representados pelas dependências e independências”. Explicam que essa técnica não necessita que as variáveis utilizadas sejam normais ou sigam algum critério de pertinência para serem testadas, embora seja preferível utilizar variáveis com distribuição normal. Segundo Vessoni (1998), a análise das variáveis canônicas pode ser de grande utilidade no estudo de dependências multivariadas, pois tem por princípio básico o desenvolvimento de uma combinação linear em cada um dos conjuntos de variáveis, de forma a maximizar a correlação entre ambos. Como resultado, a técnica possibilita uma simplificação do problema ao determinar quais são as variáveis mais importantes na análise.

Os testes não paramétricos não exigem suposições numerosas ou restritivas quanto à distribuição dos dados, podendo ser aplicados a uma ampla diversidade de situações, envolvendo tanto dados de natureza quantitativa quanto dados de natureza nominal e ordinal (FÁVERO *et al.* 2009).

O teste de Mann-Whitney é considerado um dos testes não paramétricos mais poderosos e é aplicado para testar se duas amostras independentes foram extraídas de populações com médias iguais (FÁVERO *et al.* 2009). Neste estudo, o teste foi empregado para verificar a existência

de diferença no desempenho das empresas que adotam remuneração baseada em ações, comparativamente àquelas que não remuneram dessa forma – hipótese H2.

A correlação de Spearman é uma medida de associação não paramétrica utilizada para medir a relação entre duas variáveis e informa sua direção (FIELD, 2009), ou seja, se a relação entre as variáveis é positiva ou negativa. Essa técnica foi utilizada na análise da hipótese H3.

DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na descrição e análise dos resultados, inicialmente evidenciam-se os tipos de remuneração de executivos adotados nas empresas da amostra da pesquisa, conforme demonstrado na Tabela 2.

Quanto ao tipo de remuneração, na Tabela 2, nota-se que, em média, 22,7% das empresas analisadas remuneraram seus executivos somente por meio de remuneração fixa. Ainda, em média, 26,3% declararam valores relativos ao pagamento de remuneração baseado em ações. No entanto, ressalta-se que, em média, 74,3% das empresas adotaram o tipo de remuneração variável. Depreende-se que, no período de 2009 a 2011, houve pequenas oscilações nos tipos de remuneração adotados nas empresas, mas um pouco mais acentuado na remuneração por meio de ações.

Adicionando o número identificado de

TABELA 2 – Análise descritiva da característica do tipo de remuneração dos executivos na amostra de empresas

Tipo de remuneração	Ano 2009		Ano 2010		Ano 2011	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Apenas fixa	55	25	44	20	50	23
Baseada em ações	48	22	68	31	57	26
Variável	158	72	166	76	164	75

Fonte: Dados da pesquisa.

empresas que concederam remuneração aos seus executivos por meio de ações aos resultados da pesquisa de Nascimento *et al.* (2011), tem-se um período de observação de cinco anos: em 2006, com 29%; 2007, com 35%; 2008, com 36%; 2009, com 22%; 2010, com 31%; e 2011, com 26%. Apesar das oscilações, não houve alterações significativas ao longo do tempo. Ao se comparar com a realidade dos Estados Unidos, tem-se uma diferença significativa, pois Bryan, Hwang e Lilien (2000) constataram que a remuneração baseada em ações ocorreu em 72% das empresas investigadas.

Após a caracterização da remuneração dos executivos adotada nas empresas pesquisadas, procedeu-se ao teste das hipóteses formuladas. A primeira hipótese visa testar a ocorrência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Para tanto, aplicou-se a correlação canônica em três grupos de análise distintos, que correlacionaram a remuneração com: i) desempenho contábil; ii) desempenho de mercado; iii) desempenho contábil e de mercado. Os cálculos foram realizados no *software Statgrafics*® e os resultados estão sumarizados na Tabela 3.

De acordo com os dados sumarizados na Tabela 3, nos três anos analisados, os resultados foram divergentes. Na relação da remuneração com o desempenho, medido por meio dos indicadores financeiros ROA, LPA e DPA, os resultados revelam

não haver correlação. Ao se adotar os indicadores de mercado RA, IVM e Q de Tobin, o teste indicou alta correlação com a remuneração, positiva e estatisticamente significativa no nível de 1%. Ao se analisar a remuneração conjuntamente com os indicadores financeiros e de mercado, tem-se que o indicador de correlação canônica apresenta discreta elevação (0,463868 para 0,484527), mantendo a significância estatística. Esse fato permite validar parcialmente a hipótese H1, ou seja, a remuneração dos executivos é positivamente associada com o desempenho de mercado das empresas.

Pesquisas anteriores (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; KRAUSTER, 2009; NASCIMENTO *et al.*, 2011; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIM, 2012), ao correlacionarem a remuneração com o desempenho, não segregaram os indicadores de desempenho em financeiros e de mercado, como feito no presente estudo, fato que pode ter causado a não ocorrência da correlação aqui observada. Exceção a isso, o estudo de Camargos, Helal e Boas (2007), que apresentou resultado positivo. No entanto, a análise realizada não fornece subsídios para explicar a razão pela qual os indicadores de desempenho analisados de forma isolada não se correlacionam com a remuneração dos executivos.

Na sequência das análises, testou-se a H2, que visa a investigar se as empresas que

TABELA 3 – Correlação canônica entre os indicadores financeiros e de mercado

Grupo de indicadores	Número	Autovalor	Correlação Canônica	Lambda de Wilks	Qui-quadrado	Graus de Liberdade	Valor-p
Financeiros	1	0,0217688	0,147542	0,975786	5,18422	27	1,0000
Mercado	1	0,215174	0,463868	0,72512	67,9799	27	0,0000
Ambos	1	0,234767	0,484527	0,669574	83,0306	54	0,0068

Fonte: Dados da pesquisa.

remuneraram seus executivos por meio de plano de ações obtiveram melhor desempenho do que as que não adotaram tal prática. A variável remuneração com base em ações foi operacionalizada por meio de uma variável *dummy*, em que zero representou não haver registro de valores pagos em nenhum dos três anos analisados, e um significou que, em pelo menos um dos anos analisados, houve registro de valores pagos nesta modalidade de remuneração. Para a análise, empregou-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney, cujos resultados estão resumidos na Tabela 4.

Para mensurar o desempenho, foram considerados indicadores de desempenho financeiro e de mercado, conforme evidenciado na Tabela 4. Na análise da H2, por meio dos indicadores de desempenho financeiro, nota-se que todos os níveis de significância foram superiores a 0,05, indicando não haver diferenças significativas entre o desempenho financeiro e a ocorrência ou não de remuneração baseada em ações.

No entanto, na análise realizada com base nos indicadores de mercado, o nível de significância observado para todos os indicadores, em todos os períodos, é inferior a 0,05, apontando para a existência de diferenças entre os grupos.

A terceira hipótese testada visa a veri-

ficar se a remuneração está positivamente relacionada com o tamanho da empresa, medido pelo total de ativos. Para tanto, aplicou-se a correlação de Spearman, cujos resultados estão mostrados na Tabela 5.

Infere-se, dos dados descritos na Tabela 5, que a remuneração total (REMTOT) está significativamente correlacionada com o tamanho das empresas (mensurado pelo valor dos ativos totais) nos três anos investigados. Contudo, verificou-se uma relação de forma negativa, indicando que, quanto maiores os valores de ativos das empresas investigadas, menores são os valores relativos à remuneração total de seus executivos. Esses resultados indicam um posicionamento contrário aos dados apresentados por Jensen (1994), Markides (1995), Tons e Wright (2002), Gadad e Thomas (2004), Funchal (2005), Funchal e Terra (2006). Com base nos achados do estudo, refuta-se a Hipótese 3, ou seja, a remuneração total dos executivos não se mostrou positivamente relacionada com o tamanho da empresa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa descritiva e de natureza quanti-

TABELA 4 – Resultados do teste de Mann-Whitney para os indicadores financeiros e de mercado

	Indicadores financeiros								
	ROA11	ROA10	ROA09	LPA11	LPA10	LPA09	DPA11	DPA10	DPA09
Sig.	0,36	0,30	0,64	0,88	0,36	0,79	0,52	0,43	0,36
	Indicadores de mercado								
	RPA_11	RPA_10	RPA_09	IVM_11	IVM_10	IVM_09	Q T_11	Q T_10	Q T_09
Sig.	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 5 – Correlação entre a remuneração total e o ativo total

		ATIVO 2009	ATIVO 2010	ATIVO 2011	REMTOT 2009	REMTOT 2010	REMTOT 2011	
Spearman	ATIVO 2009	Coef.de Correlação	1,000					
		Sig. (2-tailed)	-					
		N	219					
	ATIVO 2010	Coef.de Correlação	0,983**	1,000				
		Sig. (2-tailed)	0,000	-				
		N	219	219				
	ATIVO 2011	Coef.de Correlação	0,957**	0,978**	1,000			
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	-			
		N	219	219	219			
	REMTOT 2009	Coef.de Correlação	-0,558**	-0,528**	-0,491**	1,000		
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	-		
		N	219	219	219	219		
	REMTOT 2010	Coef.de Correlação	-0,598**	-0,561**	-0,521**	0,882**	1,000	
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000	-	
		N	219	219	219	219	219	
	REMTOT 2011	Coef.de Correlação	-0,608**	-0,573**	-0,539**	0,835**	0,926**	1,000
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-
		N	219	219	219	219	219	219

**Correlação significativa a 1% (2-tailed)

Fonte: Dados da pesquisa.

tativa compreendeu uma amostra de 219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras, com dados do período de 2009 a 2011, perfazendo um total de 657 observações. Os dados sobre tais remunerações foram coletados nos Relatórios de Referência, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários.

Para sua operacionalização, foram testadas três hipóteses de pesquisa. H1: a remuneração dos executivos está positivamente associada ao desempenho das empresas; H2: empresas que remuneram seus executivos por meio de opções de ações apresentam maior desempenho, comparativamente às que não remuneram nesta modalidade; H3: a remuneração dos executivos (fixa e variável) é positivamente relacionada ao tamanho da empresa.

O estudo pautou-se na teoria da agên-

cia, que preconiza a utilização de sistemas de remuneração dos executivos para alinhar os interesses do agente com os do principal, razão pela qual, na primeira hipótese, testou-se a ocorrência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Os achados indicam a ocorrência de alinhamento entre a remuneração e os indicadores de mercado, fato não confirmado para os indicadores financeiros.

Tais achados contrariam os resultados obtidos no estudo de Funchal e Terra (2006) que, pautados em indicadores de mercado, não identificaram correlação. Por outro lado, confirmam os resultados de Krauster (2009), Nascimento *et al.* (2011), Nascimento, Franco e Cherobin (2012), que não obtiveram evidências estatisticamente significativas para a relação entre re-

muneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas.

No que tange ao uso de remuneração baseada em opções de ações, segunda hipótese, o estudo demonstrou que o percentual de empresas que adotaram esta modalidade de remuneração manteve-se relativamente estável, em torno de 30% do total. Verificou-se um alinhamento positivo entre a remuneração de opções por ações e o desempenho de mercado das empresas pesquisadas. Porém, similarmente aos resultados obtidos na primeira hipótese, tal relação não é significativa quando se utilizaram indicadores financeiros. Os resultados coadunam com os achados de Nascimento *et al.* (2011), que não encontraram correlação entre este tipo de remuneração e o desempenho financeiro das empresas.

Por fim, os resultados da terceira hipótese de pesquisa contrariam o relatado em estudos anteriores, mencionados no referencial teórico, ao verificar relação negativa entre remuneração de executivos e o tamanho das empresas, mensurado com base no valor total dos ativos, nos períodos investigados. A relação estatisticamente ne-

gativa diverge dos achados nos estudos de Jensen (1994), Markides (1995), Conyon e Murphy (2000), Tons e Wright (2002), Gaddad e Thomas (2004).

Os achados da pesquisa são reveladores e, embora confirmem a ocorrência de relação entre remuneração dos executivos e desempenho de mercado das empresas pesquisadas, surpreendem pela não ocorrência de relação com os indicadores financeiros. Tal dicotomia pode advir da ocorrência de contratos vinculados aos indicadores de mercado e não aos indicadores financeiros, da harmonização das demonstrações contábeis ou dever-se ao modelo estatístico adotado.

Esta pesquisa aponta para a necessidade de estudos adicionais com o intuito de confirmar, refutar ou explicar os resultados aqui encontrados. Recomenda-se incluir, no modelo de análise de investigações futuras, variáveis que possam quantificar a possível ocorrência de ação discricionária por parte dos agentes, para provocar uma maior variação positiva no resultado da empresa, majorando os indicadores investigados e a consequente remuneração dos executivos.

REFERÊNCIAS

- ABOWD, J. Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? **Industrial and Labor Relations Review**, [S. l.], v. 43, n. 3, p. 52-73, 1990.
- BALIMAN, S. Agency research in managerial accounting: a second look. **Accounting, Organizations and Society**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. 341-371, 1990.
- BAUMOL, W. **Business behavior, value and growth**. New York: Macmillan, 1959.
- BOLSA DE VALORES, MERCADO-RIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO (BM&FBovespa). **Empresas listadas**. 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 30 abr. 2012.
- BRYAN, S.; HWANG, L.; LILIEN, S. CEO Stock-Based compensation: an empirical analysis of incentive intensity, relative mix, and economic determinants. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 73, n. 4, p. 661-693, 2000.
- BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B. Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, [S. l.], v. 19, n. 1-2, p. 133-161, 2001.
- 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. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais...** São Paulo: Abepro, 2007. CD ROM.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação CVM nº 371**, de 13 de dezembro de 2000. Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a contabilização de benefícios a empregados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=/deli/deli371.htm>>. Acesso em: 16 nov. 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 16 nov. 2010.
- CONYON, M.; MURPHY, D. K. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. **Economic Journal**, [S. l.], v. 110, n. 467, p. 640-671, 2000.
- COSH, A. The remuneration of chief executives in the United Kingdom. **Economic Journal**, [S. l.], v. 85, n. 337, p. 75-94, 1975.
- COUGHLAN, A.; SCHMIDT, R. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 7, n. 1-3, p. 43-66, 1985.
- DIAS, W. J.; CUNHA, J. V. A.; MARIO, P. C. Plano de incentivo em opções de ações e a harmonização contábil: estudo do nível de disclosure das empresas brasileiras após o CPC 10. **Pensar Contábil**, [S. l.], v. 11, n. 46, p. 29-38, 2009.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. F.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, [S. l.], v. 14, n. 4, p. 522-550, 1989.
- FERRARINI, G.; MOLONEY, N. Executive remuneration in the EU: the context for reform. **Oxford Review of Economic Policy**, [S. l.], v. 21, n. 2, p. 304-323, 2005.
- FIELD, A. **Descobrendo a estatística usando o SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- FUNCHAL, J. A. **Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**. 2005. 175 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.
- FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.
- GADAD, A. M.; THOMAS, H. M. Do asset sales lead to improvements in operating performance? **Applied Economics**, [S. l.], v. 36, n. 8, p. 865-871, 2004.
- GALLON, A. V.; BEUREN, I. M.; FASSINA, P. H.; SABADIN, A. L. Análise de conteúdo dos sistemas de remuneração variável de empregados nos relatórios da administração de companhias abertas. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. CD-ROM.
- GREGG, P.; JEWELL, S.; TONKS, I. Executive pay and performance: did bankers' bonuses Cause the crisis? **International Review of Finance**, [S. l.], v. 12, n. 1, p. 89-122, 2011.
- HAYNES, M.; THOMPSON, S.; WRIGHT, M. Executive remuneration and corporate divestment: motivating managers to make unpalatable decisions. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 34, n. 5, 6, p. 792-818, 2007.

- JENSEN, M. C. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, [S. l.], v. 7, n. 2, 1994.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, [S. l.], v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. **Negotiation, organizations and Markets Research Paper Series**, Harvard Business School, NOM Research Paper, p. 04-28, 2004.
- KRAUSTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. 234 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; WAKAMATSO, A. Avaliação comparativa dos modelos de precificação de employee stock options. **Gestão & Organização**, [S. l.], v. 4, n. 1, jan./abr. 2006. Disponível em: <www.gestaoorg.dca.ufpe.br>. Acesso em: 03 nov. 2010.
- LEONARD, J. Executive pay and firm performance. **Industrial and Labor Relations Review**, [S. l.], v. 43, n. 3, p. 13-29, 1990.
- LEWELLEN, W.; HUNTSMAN, B. Managerial pay and corporate performance. **American Economic Review**, [S. l.], v. 60, n. 4, p. 710-720, 1970.
- MARKIDES, C. C. Diversification, restructuring and economic performance. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 16, n. 2, p. 101-118, 1995.
- MERHEBI, R.; PATTENDEN, K.; SWAN, P. L.; ZHOU, X. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**, [S. l.], v. 46, n. 3, p. 481-497, 2006.
- MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, [S. l.], v. 3, n. 2, p. 2485-2563, 1998.
- MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 7, n. 1-3, p. 11-42, 1985.
- NASCIMENTO, C.; FRANCO, L.; CHEROBIM, A. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, [S. l.], v. 8, n. 1, 2012.
- NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L.; LERNER, D. F. Avaliação de desempenho organizacional. In: NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. (Org.). **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 177-199.
- NUNES, A. A.; MARQUES, J. A. V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista de Contabilidade & Finanças**, n. 38, p. 57-73, 2005.
- OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, [S. l.], v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.
- ROBERTS, D. A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. **Quarterly Journal of Economics**, [S. l.], v. 70, n. 2, p. 270-294, 1956.
- SHIWAKOTI, R. K. Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting and Finance**, [S. l.], v. 52, n. 1, p. 213-235, 2012.
- SILVA, J. O.; BEUREN, I. M. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: CONGRESSO ANPCONT, 4., 2010. Natal/RN. **Anais...** São Paulo: Anpcont, 2010. CD-ROM.
- SILVA, P. C. C. **Transparência de remuneração de executivos e governança corporativa no Brasil**. 2010. 32 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.
- TOLEDO FILHO, J. R.; SILVA, M.; SANTOS, F. T. Evidenciação de práticas de programas de remuneração por ações pelas companhias listadas no novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. **Revista de Contabilidade UFBA**, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 05-19, 2009.
- TOMS, S.; WRIGHT, M. Corporate governance, strategy and structure in British business history, 1950-2000. **Business History**, [S. l.], v. 1, n. 3, p. 91-124, 2002.
- TSAI, P. Y.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: análise comparativa entre o setor privado e o terceiro setor. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5., 2005. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. CD-ROM.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, [S. l.], v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.
- WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.