

REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS: UMA VISÃO EMPÍRICA APÓS A PUBLICAÇÃO DA INSTRUÇÃO NORMATIVA CVM 480

Juliano Augusto Orsi de Araujo¹

Cláudio Parisi²

Aldy Fernandes da Silva³

Wilson Toshiro Nakamura⁴

RESUMO

A remuneração de executivos atraiu, nos últimos anos, a atenção da sociedade e de investidores. A Instrução Normativa 480, publicada pela Comissão de Valores Mobiliários, que, entre outras normatizações, determinou a divulgação de remunerações de membros de componentes da alta diretoria, tornou possível a evidenciação empírica dos estudos sobre remuneração executiva e desempenho de companhias presentes no mercado acionário brasileiro. Assim, surge o problema de agência e o problema desta pesquisa: existe relação entre remuneração de executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras? Deste modo, o objetivo geral da pesquisa foi o de verificar se a remuneração paga aos executivos de companhias abertas brasileiras é influenciada pelo desempenho dessas empresas. Foram utilizados dados em painel com a observação de efeitos fixos e efeitos aleatórios. A pesquisa apresentou relação estatisticamente positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho. Concluiu que há aumento da remuneração exe-

¹ Mestre em Ciências Contábeis FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. juliano@expresscontabil.com.br

² Doutor em Ciências Contábeis FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. claudio.parisi@fecap.br

³ Doutor em Engenharia de Produção FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. aldy@fecap.br

⁴ Doutor em Administração Universidade Presbiteriana Mackenzie. wtnakamura@uol.com.br

cutiva quando há aumento do retorno para o acionista no exercício, no exercício imediatamente anterior e no segundo exercício anterior.

PALAVRAS-CHAVE

Contabilidade financeira; Remuneração executiva; Desempenho.

ABSTRACT

The executive compensation, recently, attracted the attention of investors and society. Normative Instruction 480 issued by the CVM which, among other norms, determined the disclosure of remuneration components of members of senior management, beyond the board and tax has made possible the disclosure of empirical studies on executive compensation and performance of companies present in the Brazilian stock market. Thus arises the agency problem and the problem of this research: there is a relationship between executive compensation and performance of Brazilian companies? Thus, the overall goal of the research was to determine whether there is a relationship between compensation paid to executives of Brazilian companies and the performance of these companies. We used panel data with the observation of fixed effects and random effects. The study showed a statistically significant positive between executive compensation and performance of Brazilian companies. Concluded that there is increased executive compensation when there is increasing return to shareholders for the year, in the previous year and second last year.

KEY WORDS

Financial Accounting; Executive compensation; Performance.

INTRODUÇÃO

A remuneração de executivos atraiu, nos últimos anos, a atenção da sociedade e de investidores, mais especificamente o episódio de “bônus milionários” pagos a executivos norte-americanos que receberam volumosas somas em dinheiro, mesmo

apresentando resultados deficitários às companhias daquele país. Também se observa que, com o acirramento da concorrência provocado pela globalização, bem como com a sofisticação de instrumentos financeiros, aumentou o interesse das companhias por profissionais de alto nível. Com este cenário, as empresas passaram a pagar valores cada vez maiores aos gestores a título de remuneração variável ou bônus.

Não obstante, um problema deveras estudado na literatura de finanças é o da assimetria de informação e a relação entre o agente e o principal. Tanto as pesquisas derivadas da Teoria da Propriedade e da Teoria de Contratos (COASE, 1937; ALCHIAN, 1965; ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; PRESTON, 1975; KLEIN, 1976), como os trabalhos de Wilson (1968), Ross (1973), Heckerman (1975) e Jensen e Meckling (1976) estudaram e aprimoraram esta relação, focando principalmente na remuneração do agente frente ao incremento patrimonial do principal. Mais recentemente, trabalhos como os de Gerhart e Milkovich (1990), Huselid (1995), Delery e Doty (1996), Varma et al. (1999), Harel e Tzafrir (1999) e Alcázar et al. (2005) focaram seus esforços no entendimento da natureza da relação entre a administração dos recursos humanos e o desempenho das companhias.

Para Schuster e Zingheim (1992) e Dutra (2002), a remuneração tem importância vital tanto para empresas, pois se trata de importante item na composição de seu resultado, quanto para a diretoria executiva, pois além de prover alimento, simboliza a valorização da realização de seu trabalho. Não obstante, Gómez-Mejia e Welbourne (1988) afirmam que o sistema de remuneração bem estruturado auxilia a empresa a direcionar os esforços individuais para os seus objetivos estratégicos, visando à maximização do valor da companhia.

A distinção das pessoas, do proprietário e do gestor de um negócio é uma tendência natural da economia globalizada, tendo em vista a possibilidade de se ter pessoas altamente capacitadas no comando de uma companhia, qualificadas para as fun-

ções que lhes são atribuídas. Assim, surge o problema de agência, que, na visão, de Copeland et al. (2007) e Brealey, Myers e Allen (2008), arrasta-se nas firmas em função de a decisão ser tomada por gestores, agentes, e impacta diretamente a riqueza de acionistas, principais. Uma abordagem aceita é a de que o conflito entre executivos e acionistas poderia ser reduzido se a remuneração executiva estivesse atrelada ao desempenho da empresa (RAO; LEE-SING, 1995; KRAUTER, 2009). Diante do exposto, vale-se perguntar: **existe relação entre remuneração de executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras?**

Formulada a questão da pesquisa, serão testadas as hipóteses:

H0: existe relação significativa entre a remuneração executiva e o desempenho das companhias abertas brasileiras ou;

H1: não existe relação significativa entre a remuneração executiva e o desempenho das companhias abertas brasileiras.

Deste modo, o objetivo geral é verificar se a remuneração paga aos executivos de companhias abertas brasileiras é afetada pelo desempenho destas empresas. Os objetivos específicos são:

- a) Conhecer a composição da remuneração executiva no Brasil;
- b) Verificar se a remuneração variável é influenciada pelo retorno aos acionistas;
- c) Identificar e descrever características das empresas, tais quais tamanho e setor;
- d) Verificar as diferenças entre a remuneração média por setor;
- e) Conhecer os fundamentos teóricos sobre relação entre remuneração executiva e desempenho de companhias.

A presente pesquisa justifica-se pela relevância e atualidade do tema, bem como pelos resultados ambíguos dos trabalhos até

então apresentados. As pesquisas publicadas envolvendo o tema deste trabalho têm se desenvolvido em cenários como o norte-americano (JENSEN; MURPHY, 1990a; LEONARD, 1990; GAREN, 1994; MILLER, 1995; MURPHY, 1985; ABOWD; KAPLAN, 1999; PUKTHUANThONG; TALMOR; WALLACE, 2004) e o britânico (CONYON, 1994; McKNIGHT, 1996; CONYON; SADLER, 2001), com algumas análises desenvolvidas também em países como Alemanha (CONYON; SCHWALBACH, 2000; ELSTON; GOLDBERG, 2003), França (ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000; EL AKREMI; ROUSSEL; TREPO, 2001), Itália (BRUNELLO et al., 2001) e China (FIRTH et al., 1999). Contudo, o tema tem sido pouco explorado no Brasil (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; KRAUTER, 2009). Ademais, segundo Barkema e Gomez-Mejia (1998), cenários econômicos de outros países se apresentam como boas fontes para contribuir com o entendimento dos determinantes e da composição da remuneração executiva.

Além da contribuição ao tema estudado, o trabalho inovou no que tange à metodologia: i) empregada na construção do modelo econométrico de dados em painel; ii) construção da base de dados a partir de informações contidas no formulário de referência, cujas informações sobre remuneração se tornaram obrigatórias a partir do ano de 2009.

Busca também compreender melhor a relação entre remuneração executiva e desempenho das companhias, face aos crescentes aumentos na remuneração sem o respectivo acréscimo à riqueza do acionista, o que, segundo Murphy (1998), foi evidenciado em estudos publicados entre os anos de 1970 até 1995 no cenário norte-americano.

Além disso, desenvolver a pesquisa nessa problemática se justifica pois a remuneração é um importante fator de motivação, premiação e de disciplina para os executivos (FIRTH et al., 1999) guiarem as companhias rumo à maximização de resultados. Conyon e Peck (2000) corroboram afirmando que a remunera-

ção executiva tem se demonstrado como uma questão acadêmica de considerável importância, e Murphy (1998) finaliza afirmando que a discussão acerca da remuneração executiva se torna uma questão internacional.

Fundamentação Teórica

O presente estudo apoiou-se teoricamente na Teoria da Agência, que, em suma, estuda a relação entre agente e principal, que, contemplando o cenário da pesquisa, consiste na análise da relação entre executivos e acionistas. Deste modo, a fundamentação se complementou com estudos acerca da remuneração executiva, bem como a análise de remuneração e desempenho das companhias.

Teoria da Agência

Os trabalhos que abordaram os custos de agência foram derivados das pesquisas acerca da Teoria da Propriedade e da Teoria de Contratos, como Coase (1937), Alchian (1965), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975) e Klein (1976). Focados no problema de agência, os trabalhos de Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975) apresentam-se como os pioneiros. Contudo, o estudo referência é apresentado nos trabalhos de Jensen e Meckling (1976).

O principal é qualificado como o avaliador de informação, enquanto que o agente é o tomador de decisão (HENDRIKSEN; VANBREDA, 2009). Os autores identificam o principal como o responsável pela escolha do sistema de informação que levará o agente a tomar a decisão e optar pela melhor alternativa para maximizar a riqueza do principal, à luz das informações disponíveis. Assim, o agente toma decisão com base numa única função de utilidade, a do principal. Contudo, o problema surge justamente quando o agente também percebe e necessita de sua função utilidade.

Para Anthony e Govindarajan (2002), a teoria da agência foca-se na forma como os contratos e os incentivos são definidos, a fim de motivar o agente a atingir a maximização da riqueza do acionista. Para os autores, a teoria tenta definir os principais fatores

que são considerados nesta relação agente principal, transformando em modelos matemáticos tal relação. Defendem que a dificuldade está em motivar os agentes ao ponto de serem tão eficientes quanto se os tomadores de decisão fossem os próprios principais.

Remuneração de Executivos

As pesquisas em remuneração executiva têm seu marco inicial nos anos 1980, concomitantemente com a emergência da teoria da agência no período, que, para Murphy (1998), é desenvolvida para solucionar problemas de conflito de interesses entre principal e agente. Já nos anos 1990, a remuneração executiva torna-se um assunto público nos Estados Unidos (MURPHY, 1998; MONKS, 2003). Também nesse período ocorreram mudanças no cenário financeiro americano, afetado principalmente pela globalização e pelo aparecimento da Internet (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

No início dos anos 2000, houve super avaliação de ações, em muitos casos fruto de fraudes contábeis, muito em congruência com o alto escalão diretivo, que percebia suas remunerações atreladas a resultados (MONKS, 2003; JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004). Com este cenário desfavorável e a necessidade de transparência, também motivada pela globalização, surgem mudanças nas políticas de remuneração executiva.

Inicialmente, durante os anos 1970, a remuneração de executivos americanos era basicamente composta por um salário fixo acrescido de bônus vinculados às medidas de desempenho anual, basicamente atrelado às vendas, o que não motivava os executivos a aumentar o valor da empresa através dos preços de suas ações (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004). Este cenário perdurou até os anos 1980. Durante os anos 1990, a prática de remuneração passa a ser complementada por *stock options* (MURPHY, 1998; BEBCHUK; FRÍED; WALKER, 2001; BEBCHUK; FRIED, 2003) de maneira crescente, até se tornar um dos maiores mecanismos de remuneração.

A remuneração executiva é tida como um prêmio para os executivos, em razão do bom desempenho das companhias (CONYON et al., 2000). Contudo, Jensen e Murphy (1990b) moderam que é necessário o estabelecimento de políticas que convirjam para um fator de sucesso da empresa. Os pesquisadores afirmam que a forma de pagamento é mais importante que o montante pago, pois o aumento na remuneração, ligado ao desempenho do negócio, não representa uma transferência de riqueza de acionista para executivo (JENSEN; MURPHY, 1990b).

Estudos Anteriores

O interesse nos determinantes da remuneração executiva ressurge, segundo Conyon (1997), em estudos que buscam testar se há relação positiva entre a remuneração executiva e o desempenho das companhias, motivados pela Teoria da Agência, num contexto de assimetria da informação. Para Jensen, Murphy e Wruck (2004), a função-objetivo da empresa é criar valor. Isso consiste em algo superior ao conceito de maximizar o valor para o acionista (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

Bushman e Smith (2001) defendem que as medidas de desempenho podem ser de natureza contábil ou ainda observadas no mercado de ações. Para os autores, há vasta literatura acerca do uso da informação contábil como medida para remuneração de contratos de agência, tais como planos de bônus anuais e remuneração de longo prazo. Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004) afirmam que as pesquisas empíricas apontam para uma forte ligação entre as medidas contábeis de desempenho e os planos de remuneração executiva.

Contudo, Bushman e Smith (2001) afirmam que as informações extraídas das demonstrações contábeis vêm se tornando progressivamente menos importantes como determinante da remuneração executiva. Para os autores, a utilização de indicadores do retorno das ações tem se tornado mais relevante ao resultado contábil para determinar a remuneração de executivos.

Jensen, Murphy e Wruck (2004) defendem que executivos não são monitorados adequadamente ou se sujeitam a processos vagos de avaliação, tal que o avaliador pode mudar os critérios de avaliação segundo seu critério, no decorrer do processo. Deste modo, faz-se necessário o estabelecimento de medidas de desempenho para que o monitoramento de executivos e suas ações possa ser efetivo. Eccles (2000) afirma que os principais indicadores de desempenho das companhias não consistem apenas em informações financeiras, mas, sem dúvidas, o lucro representa a principal medida de avaliação do trabalho executivo de um dado período.

Para Murphy (1985), Barkema e Gomez-Mejia (1998) e Murphy e Jensen (1990a), as informações determinantes da remuneração executiva se referem a medidas contábeis de desempenho das companhias e medidas de desempenho de outros executivos do mesmo segmento ou mercado. As medidas contábeis, para Bushman e Smith (2001), resumem-se às medidas de lucratividade.

Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004) afirmam que a literatura empírica identificou forte conexão entre as medidas contábeis de desempenho da empresa e a remuneração executiva. Ciscel e Carrol (1980), Miller (1995) e Brunello et al. (2001) utilizaram o lucro líquido. Conyon e Leech (1994), McKnight (1996), Newman e Mozes (1999), Brunello et al. (2001), Cordeiro e Veliyath (2003), Elston e Goldberg (2003) e Wan (2003) utilizaram a receita de vendas. Miller (1995), Newman e Mozes (1999), Core, Holthausen e Larcker (1999), Elston e Goldberg (2003) e Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004) atribuíram o retorno sobre o patrimônio líquido como medida avaliativa. O retorno sobre os ativos é o indicador contábil mais comum em trabalhos empíricos (ANTLE; SMITH, 1986; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; FIRTH et al., 1999; DURU; IYENGAR, 2001; CORDEIRO; VELIYATH, 2003; ELSTON; GOLDBERG, 2003; BOSCHEN et al., 2003; WAN, 2003; GRINSTEIN; HRIBAR, 2004). Medidas como o EBIT (DURU; IYENGAR, 2001) e EBITDA (GRINSTEIN; HRIBAR, 2004) foram menos utilizadas.

Em trabalho publicado no Brasil, Funchal e Terra (2006) examinaram os determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa. Utilizaram a análise de regressão *cross-section*. Os resultados do estudo apontam para uma não influência do desempenho da empresa e governança corporativa na remuneração executiva. Contudo, nota-se influência positiva e estatisticamente significativa sobre a compensação executiva. Concluem que a remuneração executiva não está conectada diretamente à riqueza dos acionistas nas companhias latino-americanas.

Camargos, Helal e Boas (2007) fizeram uma análise da relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto, e que possuem também “*American Depositary Receipts*” listados em bolsas norte-americanas. O estudo utilizou-se de regressão múltipla com dados de uma amostra de 29 empresas brasileiras. O trabalho aponta para uma relação positiva e significante entre a remuneração de CEOs e o desempenho financeiro das companhias. Contudo, a amostra apresenta-se como pequena e impossibilita concluir tal relação.

Krauter (2009) investigou a relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. Partiu da premissa de que a remuneração executiva pode ajudar a direcionar esforços para os objetivos estratégicos do negócio e resultados financeiros superiores. Utilizou uma amostra não probabilística de 44 empresas industriais entre as 150 melhores empresas para trabalhar no Brasil, no ano de 2007. Testou a hipótese de existência de relação positiva e significante entre remuneração e desempenho alinhando: i) igualdade de médias; ii) análise de correlação e iii) análise de regressão.

O presente estudo vislumbra desenvolver um modelo de regressão com dados em painel, cuja metodologia de construção e análise descreve-se a seguir.

Metodologia

Este trabalho consiste em uma pesquisa, de cunho quantitativo e descritivo. Para Silva (2001) e Beuren (2010), a pesquisa aplicada apresenta tratativas envolvendo verdades e interesses locais, cujo objetivo é o de produzir conhecimentos para aplicação prática com o intuito de solucionar problemas específicos. A pesquisa quantitativa, segundo Silva (2001), apoia-se em recursos estatísticos, tal que considera que os dados estudados podem ser traduzidos em números, opiniões e informações. Assim, esta pesquisa busca analisar o comportamento da remuneração de executivos de companhias de capital aberto brasileiras em relação ao aumento da riqueza para o acionista, no período de 2009 a 2011.

Foi utilizada a análise estatística descritiva, apresentando-se inicialmente a amostra, com a determinação dos segmentos econômicos contidos na amostra e participação total. Sequencialmente serão tratadas descritivamente informações acerca da remuneração, a saber: i) mediana da remuneração total por setor; ii) o setor que mais remunera; iii) histograma da remuneração média por empresa; iv) composição da remuneração das empresas entre fixa, variável e por ações. A análise descritiva será apresentada mais a frente, onde serão evidenciados os resultados e análise destes.

As demonstrações contábeis e informações publicadas no formulário de referência da Comissão de Valores Mobiliários se apresentam como importantes instrumentos de coleta de dados para a pesquisa empírica. Através de suas análises, os dados são tratados e interpretados, fomentando decisões acerca de investimentos, crédito, aplicações entre outras. Assim, o uso de técnicas e modelos estatísticos se fazem presentes como ferramenta eficiente na extração de informações mais profundas e precisas (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

A utilização de dados em painel, embora tenha dimensões de corte transversal e de série temporal, difere, segundo Wool-

dridge (2010), em alguns aspectos relevantes quando comparados com um agrupamento independente de cortes transversais. No conjunto de dados em painel, os indivíduos são acompanhados ao longo do tempo, não podendo supor que as observações sejam independentemente distribuídas ao longo do tempo (WO-OLDRIDGE, 2010).

Na construção do modelo que explica o fenômeno e que apresentou maior grau de significância, foram testadas três técnicas estatísticas oriundas da análise de dados em painel: i-) diferenciação com mais de dois períodos; ii-) análise com efeitos fixos e; iii-) análise com efeitos aleatórios. Para Hsiao (1986), os modelos para dados em painel oferecem vantagens frente aos modelos de corte transversal ou de séries temporais. Dentre as principais vantagens está o controle da heterogeneidade presente nos indivíduos. O trabalho de Hajivassiliou (1987) aponta para este efeito quando em seu estudo acerca do pagamento da dívida externa, tal que cada país possui características específicas que impactam no modo de administrar estes empréstimos.

Hsiao (1986) afirma ainda que a utilização de dados em painel permite o uso de um número maior de observações, com um aumento do número de graus de liberdade e diminuição da colinearidade entre as variáveis explicativas. Deste modo, é possível eliminar a multicolinearidade, que torna difícil estabelecer a influência de um regressor individual à uma variável resposta.

Uma limitação apresentada por Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) em relação à utilização de dados em painel é a observação de um período pequeno de tempo, em função do alto custo para a obtenção de informações ou indisponibilidade destas. Os autores afirmam que, como os parâmetros estimados são assintoticamente consistentes, deseja-se que o número de observações seja grande. Esta limitação foi observada neste estudo, pois coletaram-se dados de dois anos de observações, contudo, numa amostra de 197 companhias de capital aberto.

Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) apresentam o modelo geral para os dados em painel:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} x_{1it} + \dots + \beta_{nit} x_{kit} + e_{it} \quad (01)$$

O subscrito i denota os indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que é analisado pelo modelo. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_k refere-se ao coeficiente angular correspondente à k -ésima variável explicativa do modelo. y_i e e_i são vetores de dimensão $(T \times 1)$ e contêm as T variáveis dependentes e os T erros. X_i é matriz de dimensão $(K \times T)$ com as variáveis explicativas do modelo. O elemento x_{kT} refere-se à k -ésima variável explicativa para o indivíduo i no instante de tempo t . β_i é a matriz dos parâmetros a serem estimados (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

A periodicidade das observações foi anual, compreendendo dados de 2009 a 2011, com dados extraídos da base Econômica e manualmente do formulário de referência, publicados pelas companhias no sítio da Comissão de Valores Mobiliários. Para tratamento dos dados, foram utilizadas planilhas Microsoft Excel, e a operacionalização do modelo estatístico foi executada utilizando-se o software estatístico R. A amostra foi composta de 200 empresas com maior liquidez na data de corte de 31 de dezembro de 2011.

As variáveis operacionais foram assim definidas:

- a-) Variável dependente: remuneração dos executivos: i) remuneração total; ii) remuneração média; iii) remuneração fixa e; iv) remuneração variável. As informações acerca da remuneração da diretoria executiva disponível pela CVM consistem em: i) salário ou pró-labore; ii) participações em comitês; iii) bônus iv) participação em reuniões; v) outros valores variáveis; vi) pós-emprego vii) baseada em ações; viii) benefícios diretos; ix-) outros valores fixos; x-) participação de resultados xi) comissões e; xii) cessação do cargo.

b-) Variável independente: Retorno para o Acionista, ano corrente, com uma e duas defasagens;

c-) Variáveis de Controle: i-) tamanho da companhia e; ii-) resultado contábil

A definição das variáveis seguiu recomendações dos estudos de Mehran (1995), Core, Holthausen e Larcker (1999), Conyon e Sadler (2001), Carpenter e Sanders (2002) e Bebchuk e Grinstein (2005), Conyon e Leech (1994), McKnight (1996), Newman e Mozes (1999), Brunello et al. (2001), Cordeiro e Veliyath (2003), Elston e Goldberg (2003), Wan (2003), Ciscel e Carroll (1980), Miller (1995).

Dado o problema de pesquisa proposto no estudo, tem-se a seguir o modelo empírico a ser testado, observadas também as variáveis descritas anteriormente:

$$Rem_t = \beta_0 + \beta_1 Ret_t + \beta_2 Ret_{(t-1)} + \beta_3 Ret_{(t-2)} + \beta_4 Tam_t + \beta_5 ResCont_t + u_{it} \quad (02)$$

Para decidir acerca do uso de modelo mais adequado, entre o modelo com efeitos fixos ou efeitos aleatórios, é necessário realizar o teste de Hausman, tal que a hipótese nula é que o modelo preferido é o de efeitos aleatórios, enquanto que a hipótese alternativa apela para o uso do modelo com efeitos fixos.

O teste consiste, basicamente, em verificar se os erros do modelo são correlacionados com os regressores, sendo que a hipótese nula é de que não haja correlação. Estimaram-se ambos os modelos, com efeitos fixos e efeitos aleatórios. Na ocasião do “p-value” ser significativo, ou seja, menor que 0,05, então usam-se efeitos fixos. Caso contrário, opta-se pelo uso de efeitos aleatórios.

Com a proposta de reduzir a assimetria nos dados contidos na base de dados, as variáveis remuneração total, remuneração fixa, remuneração variável, ativo total, patrimônio líquido, capital social, receita líquida e valor de mercado serão tratadas em

logaritmo natural. Do lucro líquido será calculada e utilizada a margem líquida.

O uso do logaritmo natural apresenta-se vantajoso no sentido de reduzir os valores extremos da série, face à amostra apresentar algumas empresas de porte muito superior à média. Leva ainda a uma medida de mesma ordem de grandeza destas variáveis utilizadas no estudo (BAKER; WURGLER, 2006; YOSHINAGA, 2009).

No que tange às limitações do modelo proposto, a primeira restrição encontrada no estudo é relacionada ao período de tempo, de 2009 a 2011, devido à obrigatoriedade imposta pela CVM às companhias abertas brasileiras e, mesmo com a Instrução publicada pela autarquia, ainda enfrenta resistência por parte de algumas empresas. Esse curto espaço de tempo pode-se apresentar como um fator restritivo ao estudo, no entanto, manteve-se a pesquisa baseado na premissa de que dados em painel podem ser desenvolvidos com dois ou mais períodos de tempo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Também não foram utilizadas na pesquisa as métricas tais como o EBIT e EBITDA por entender-se que são métricas menos utilizadas em estudos empíricos anteriores (DURU; IYENGAR, 2001; GRINSTEIN; HRIBAR, 2004). Também não foram abordadas métricas mais contemporâneas como EVA e MVA, limitando-se aos indicadores de mercado evidenciados em pesquisas empíricas anteriores que são os retornos das ações, contemporâneos e defasados (NEWMAN; MOZES, 1999; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; GUNASEKARAGEA; WILKINSON, 2002; CORDEIRO; VELIYATH, 2003; BOSCHEN et al., 2003; WAN, 2003; GRINSTEIN; HRIBAR, 2004; PUKTHUANHONG; TALMOR; WALLACE, 2004).

Análise dos Resultados

A pesquisa contemplou dados de 200 companhias abertas que apresentaram maior liquidez no ano de 2011, aproximada-

mente 30% das empresas registradas na Comissão de Valores Mobiliários, cujas informações econômico-financeiras foram experimentadas nos modelos a seguir. Foram realizados 96 experimentos, sendo 32 experimentos para cada uma das metodologias de análise de dados em painel: diferenciação com mais de dois períodos, efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Quadro 1: Experimentos testados

Variáveis		Dependentes			
		Remuneração Total	Remuneração Média	Remuneração Fixa	Remuneração Variável
Independentes	Retorno Ano				
	Retorno Ano (-1)				
	Retorno (-2)				
Controle: Tamanho	Ativo Total				
	Total PL				
	Receita Líquida				
	Valor de Mercado				
Controle: Resultado	Margem Líquida				
	Dividendos por Ação				

Fonte: elaborado pelos autores

Diferenciação com mais de dois Períodos

Para os experimentos com diferenciação com mais de dois períodos, utilizou-se apenas a *dummy* de período. Nos experimentos testados em primeiras diferenças, o modelo que melhor explica a Teoria da Agência e que apresentou maior significância estatística foi o seguinte:

$$\Delta RemFix = 0,4405 + 0,2903\Delta Ret_t + 0,1176\Delta Ret_{(t-1)} + 0,1599\Delta Ret_{(t-2)} + RL_t + MgLiq_t + u_{it} \quad (03)$$

Neste modelo, observou-se significância do retorno do período contemporâneo e do período com duas defasagens com a remuneração média. Nos testes contra estas duas variáveis, a variável de controle de tamanho “receita líquida” apresentou significância estatística. Contudo, a variável de controle de resultado contábil “margem líquida” não apresentou-se significativa.

Estes resultados podem explicar o fato descrito inicialmente, tal que buscou-se profissionais qualificados sem atrelar a estes o resultado que eles trazem à empresa e o acréscimo à riqueza do acionista. No entanto, os testes em primeiras diferenças limitam-se a dois exercícios sociais, não apresentando, adequadamente, os resultados esperados. Wooldridge (2010) adverte que esta limitação não possibilita uma análise agrupada de mínimos quadrados ordinários utilizando os períodos de tempo dos dados originais.

Efeitos Fixos

Para os experimentos com efeitos fixos, utilizou-se apenas a *dummy* de período. Logo, observou-se maior significância e a justificativa empírica positiva que explica a relação principal-agente, no modelo a seguir:

$$RemVar_{it} = 0,2902Ret_t + 0,1135Ret_{(t-1)} + 0,1111Ret_{(t-2)} + AT_t + MgLiq_t + u_{it} \quad (04)$$

Neste modelo foram testadas as variáveis de controle de tamanho “ativo total” combinado com “margem líquida” como variável de controle para resultado contábil. Foi utilizada apenas a *dummy* de ano. Notou-se significância do retorno do ano com a remuneração variável. A variável de controle de tamanho “ativo total” também apresenta-se com significância. O modelo pode explicar o fenômeno da relação principal-agente e aponta para o acréscimo na remuneração variável face ao retorno obtido pelo acionista, tanto no ano corrente como na defasagem de dois períodos. No entanto, o modelo não se apresentou como mais adequado após a realização do teste de Hausman, pois não pôde se rejeitar a hipótese nula, e o modelo que melhor explicou o fenômeno foi o de efeitos aleatórios.

Efeitos Aleatórios

Para os experimentos com efeitos aleatórios, utilizou-se apenas a *dummy* de setor. A modelagem com efeitos aleatórios tem por diferença, quando comparada com o modelo de efeitos fixos, a inclusão de um intercepto de modo que se possa presumir que o efeito não observado, a_i , tem média zero, sem a perda da generalidade. Deste modo, considerou-se também a existência de *dummies* temporais entre as variáveis explicativas. Nos dois modelos testados inicialmente, primeiras diferenças e efeitos fixos, o objetivo foi eliminar a_i , pois, supostamente, esse efeito não observado poderá estar correlacionado com o erro.

Caso a suposição de que o efeito não observado a_i seja não correlacionado com cada variável explicativa em todos os períodos de tempo, a transformação para eliminar a_i resultará em estimadores ineficientes. Deste modo, um novo teste utilizando efeitos aleatórios foi realizado. A significância apontada nos testes,

em muitos momentos, foi bastante alta em se tratando da combinação apresentada no Quadro 1: Experimentos testados. Assim, o modelo que melhor apresentou significância foi:

$$RemVar_{it} = 11,3030 + 0,2494Ret_t + 0,4286Ret_{(t-1)} + 0,2591Ret_{(t-2)} + AT_t + LPA_t + v_{it} \quad (05)$$

Notou-se significância do retorno do período com a remuneração total e a remuneração variável. O retorno do ano anterior e de dois anos anteriores também apresentaram significância estatística, agora em todos os modelos testados. A variável de controle de tamanho “ativo total” também apresentou-se com significância em todos os modelos experimentados.

Quando realizado o teste de hipótese segundo a metodologia de Hausman, manteve-se a hipótese nula e não rejeitou-se o modelo encontrado. O teste apontou para o valor-p de 0,5670, maior que os 0,05 necessários para rejeitar a hipótese nula.

O uso de dados em painel, que representa a junção dos dados temporais e seccionais, trouxe vantagens à pesquisa, corroborando com o que propôs Wooldridge (2010), pois utilizou-se, mesmo que com o painel não balanceado, um número maior de observações, o que assegurou as propriedades assintóticas dos estimadores. Além disso, observou-se um maior grau de liberdade nas estimações, o que tornou as inferências estatísticas mais credíveis. Assim, observou-se uma menor multicolinearidade entre os dados, pois os indivíduos da amostra apresentaram estruturas diferentes.

Ademais, percebeu-se que os resultados apresentados apontaram para os resultados obtidos no trabalho de Conyon e Murphy (2000), uma vez que a relação entre as riquezas de acionistas e executivos diminui quando há remuneração através de planos de remuneração que incentivem os executivos a buscarem

a maximização de resultados. Assim, tal fenômeno ocorre no momento em que são adotados planos de remuneração variável e de longo prazo (CONYON; MURPHY, 2000).

Notou-se também que as variáveis de controle de tamanho adotadas nos estudos se apresentaram eficazes, pois, de acordo com Conyon e Leech (1994), o impacto de possíveis decisões mal tomadas em uma empresa de grande porte é mais sensível do que em uma de menor tamanho. Isso leva grandes corporações a buscar profissionais do mais alto gabarito no mercado e busca-se remunerá-los por isso.

Além disso, os lucros dessas grande companhias, em valores absolutos, apresentam-se maiores, fato que contribui para a absorção pelo resultado da remuneração proposta. As pesquisas semanais de Taussig e Barker (1925) e, um pouco mais tarde, de Baker (1939) já evidenciavam certa correlação entre o total de ativos e a remuneração de executivos de alto escalão.

Ainda no que tange aos resultados apresentados, observou-se, congruente com os trabalhos de McGuire, Chiu e Elbing (1962), Lewellen e Huntsman (1970), Murphy (1996), Murphy (1998), Bushman e Smith (2001) e Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004), que o uso de duas medidas de controle para medir desempenho e tamanho se mostra eficiente, ainda que sejam medidas de resultado contábil, tal que, por exemplo, o pagamento de bônus pode aumentar ou diminuir face ao resultado de outros indicadores. Para o autor, 91% das empresas americanas lançam mão de medidas contábeis de desempenho nos planos de bônus.

Também o uso do retorno das ações como variável independente apresentou-se eficiente, pois, segundo Murphy (1985), Barkema e Gomez-Mejia (1998), Jensen e Murphy (1990), Newman e Mozes (1999), Core, Holthausen e Larcker (1999), Bushman e Smith (2001), Gunasekaragea e Wilkinson (2002), Cordeiro e Veliyath (2003), Boschen et al. (2003), Wan (2003), Grinstein e Hribar (2004), Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004), estes

indicadores apresentam uma medida dita também pelo mercado e figuram como um reflexo das ações de executivos, ainda que no curto prazo, que refletem no valor da empresa no longo prazo, aumentando assim a riqueza do acionista.

Ademais, a adoção das variáveis de controle de lucro contábil e receita de vendas contribui para a solidificação dos resultados da pesquisa. A literatura empírica identificou forte relação dessas variáveis com a remuneração executiva. Notou-se tal relação nos trabalhos de Ciscel e Carrol (1980), Miller (1995) e Brunello et al. (2001), que utilizaram o lucro líquido. Conyon e Leech (1994), McKnight (1996), Newman e Mozes (1999), Brunello et al. (2001), Cordeiro e Veliyath (2003), Elston e Goldberg (2003) e Wan (2003), que utilizaram a receita de vendas.

Assim como na pesquisa de Murphy (1985), os testes estatísticos realizados nesta pesquisa foram compostos pela variável dependente remuneração executiva, analisada em suas quatro possíveis formas, total, média, fixa e variável, regredidas contra uma métrica de desempenho da empresa, aqui adotado o retorno das ações. Nesta pesquisa e na pesquisa de Murphy (1985), também foram utilizadas *dummies* de setor e em ambos os trabalhos encontrou-se significância de nível variado entre os componentes da remuneração, apontando para uma forte relação entre a remuneração de executivos e o desempenho das companhias.

Os resultados apresentados corroboram com os resultados encontrados por Jensen e Murphy (1990a), Fosberg e James (1995), Akhigbe, Madura e Ryan (1997), Duru e Iyengar (2001), Sigler e Porterfield (2001), Conyon e Sadler (2001), Shim e Lee (2003), tal que demonstraram correlação entre a remuneração de executivos e o desempenho das companhias abertas brasileiras.

Quando comparados os resultados nas mesmas bases geográficas, os resultados apresentados não corroboram com o que foi apresentado por Funchal e Terra (2006), pois notou-se relação entre remuneração e desempenho das companhias abertas brasileiras. Contudo, os resultados encontrados são congruentes com

os resultados apontados por Camargos, Helal e Boas (2007), o que aponta para uma relação positiva e significativa entre remuneração executiva e retorno para o acionista.

Os resultados da pesquisa, ao lançar mão do uso de dados em painel, mostrou o que afirmado por Wooldridge (2010), tal que com a combinação de informações temporais com informações individuais das empresas, apontou para a eficiência e estabilidade de estimadores e testes de hipóteses que permitiram a escolha segura entre as diferentes estimações.

Considerações Finais

Recentemente, a remuneração de executivos atraiu a atenção da mídia, principalmente nos Estados Unidos, por conta do recebimento de grandes valores e pouca contribuição ao crescimento de companhias e riqueza de acionistas. Esta relação tem por abordagem teórica a Teoria da Agência. Nela, o principal contrata um agente para administrar sua empresa, passando-lhe poder e autoridade. Se houver a maximização da utilidade de ambas as partes, há boas razões para crer que o agente, aqui tido como o executivo, nem sempre tomará decisões de acordo com os interesses do principal, ou acionista.

É nesse contexto que se apoiou esta pesquisa, cujo objetivo foi verificar a relação entre a remuneração paga a executivos de companhias abertas brasileiras e o crescimento da riqueza dos acionistas destas empresas, medido através do retorno desses papéis. Também objetivou-se apresentar a composição da remuneração executiva no Brasil, verificar se a remuneração variável influencia no resultado das companhias brasileiras, identificar e descrever as características das empresas, tais quais tamanho e setor e as diferenças entre a remuneração média por setor, apresentar a estatística descritiva acerca da remuneração no Brasil, investigar a relação existente entre a remuneração de executivos e o desempenho das companhias abertas brasileiras e apresentar a literatura existente que aborde a relação entre remuneração executiva e desempenho de companhias.

Os testes realizados com dados em painel foram experimentados em primeiras diferenças, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Foram testadas as 4 variáveis dependentes propostas na metodologia: remuneração total, remuneração média, remuneração fixa e remuneração variável.

Para cada um dos testes, foi utilizado, simultaneamente, como variáveis independentes, o retorno das ações contemporâneo, com uma e com duas defasagens, ou seja, o retorno para o período imediatamente anterior e o segundo período imediatamente anterior.

Assim como observado por Krauter (2009), é difícil de se obterem dados corporativos de companhias de capital fechado, sendo que esta é a categoria predominante no universo empresarial brasileiro, e estas companhias não estão obrigadas à divulgação de suas informações de caráter contábil financeiro, tornando difícil a realização de trabalhos que demandam destes dados.

O trabalho contribuiu com a ampliação do conhecimento sobre o comportamento da remuneração executiva e o desempenho de companhias brasileiras, além de abrir perspectivas para a realização de novas pesquisas, ampliando a gama de empresas testadas, ou ainda, segmentando e analisando as informações por mercados específicos - setor econômico. Forneceu, ainda, subsídios para conselhos de administração para o aperfeiçoamento dos sistemas de remuneração das companhias brasileiras.

Pode-se ainda estender esta pesquisa utilizando-se outras variáveis operacionais para o desempenho das companhias e medidas de retorno e aumento da riqueza para o acionista. Além disso, pode-se ainda ampliar as modalidades de testes estatísticos a ser aplicados, bem como ampliar o horizonte de tempo de pesquisa, ou ainda, replicar o teste periodicamente, visando a analisar o comportamento da relação estudada no decorrer dos anos.

A extensão da pesquisa pode se dar ainda avaliando a estrutura de capital e a composição do endividamento das companhias abertas, frente à remuneração de executivos e ao desempenho das

empresas, como sugerido por Douglas (2003) e Douglas (2006). Ademais, estudos utilizando outras métricas de mensuração de valor da empresa, tais quais EBIT, EBITDA, EVA e MVA, podem ser desenvolvidos para verificação se impactam na remuneração executiva.

Bibliografia

- ABOWD, J. M.; KAPLAN, D. S. Executive compensation: six questions that need answering. *Journal of Economic Perspective*, Pittsburg, v. 13, n. 4, p. 145-168, fall, 1999.
- AKHIGBE, A.; MADURA, J.; RYAN, H. CEO compensation and performance of commercial banks. *Managerial Finance*, Patrington, v. 23, n. 11, p. 40-56, 1997.
- ALCÁZAR, F. M. et al. Researching on SHRM: an analysis of the debate over the role played by human resources in firm success. *Management Revue*, Marktplatz v. 16, n. 2, p. 213-241, 2005.
- ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *Journal of Industrial Economics*, London, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.
- _____; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, Columbia, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALCOUFFE, A.; ALCOUFFE, C. Executive compensation: setting practices in France. *Long Range Planning*, Paris, v. 33, p. 527-543, 2000.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. *Sistemas de controle gerencial*. Tradução: Adalberto Ferreira das Neves. São Paulo: Atlas, 2002.
- ANTLE, R.; SMITH, A. Measuring executive compensation: methods and an application. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v. 23, n. 1, p. 296-325, 1986.

- BAKER, J. C. Executive Compensation payments by large and small companies. *The Quarterly Journal of Economics*, London, v. 53, n. 3, p. 404-434, 1939.
- BAKER, M. P.; WURGLER, J. A. Investor sentiment and cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 61, n. 4, p. 1645-1680, 2006.
- BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 41, n. 2, p. 135-146, Apr 1998.
- BEBCHUK, L.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspective*, Pittsburg, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.
- _____; GRINSTEIN, Y. The growth of executive pay. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v. 21, n. 2, p. 283-303, 2005.
- _____; _____; WALKER, D. I. *Executive compensation in America: optimal contracting or extraction of rents?* 2001. Disponível em: <<http://www.nber.org/paper/w8661>>. Acesso em: 12 fev. 2012.
- BEUREN, I. M. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2010.
- BOSCHEN, J. F.; et al. Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements. *The Accounting Review*, Sarasota, v. 78, n. 1, p. 143-168, 2003.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. *Princípios de finanças corporativas*. Tradução: Maria do Carmo Figueira e Nuno de Carvalho. 8. ed. São Paulo: Mc Graw Hill, 2008.
- BRUNELLO, G. et al. Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, Chicago, v. 1, n. 1, p. 133-161, 2001.

- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and Corporate Governance. *Journal of Accounting & Economics*, Cambridge, v. 32, n. 1-3, p. 237-253, 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. 28., 2007, Foz do Iguaçu. *Anais...* Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007. p. 1-10.
- CARPENTER, M. A.; SANDERS, W. G. Top management team compensation: the missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, Chicago, v. 23, n. 4, p. 367-375, 2002.
- CISCEL, D. H.; CARROL, T. M. The determinants of executive salaries: an econometric survey. *The Review of Economics and Statistics*, Harvard, v. 62, n. 1, p. 7-13, 1980.
- COASE, R. The nature of the firm. *Economica*, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução. 480*, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 03 maio 2012.
- CONYON, M. J.. Corporate Governance e executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, Chicago, v. 15, p. 493-509, 1997.
- CONYON, M. J.; LEECH, D. Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Oxford, v. 56, n. 3, p.332 - 351, 1994.
- _____; MURPHY, K. J. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, Chicago, v. 110, p. 640-671, 2000.

-
- _____; PECK, S. I.; SADLER, G. Econometric modelling of UK executive compensation. *Managerial Finance*, Pattingham, v. 26, n. 9, p. 3-21, 2000.
- _____; SCHWALBACH, Joachim. Executive compensation: evidence from UK and Germany. *Long Range Planning*, Vienna, v. 33, p. 309-484, 2000.
- _____; SADLER, G. V. Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms. *International Journal of Management Review*, London, v. 3, n. 2, p. 141-168, 2001.
- COPELAND, T. E. et al. *Financial theory and corporate policy*. 4th ed. London: Pearson, 2007.
- CORDEIRO, J. J.; VELIYATH, R. Beyond pay performance: a panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, New York, v. 48, n. 12, p. 143-158, 2003.
- CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, New York, v. 51, n.2, p. 371-406, 1999.
- DELERY, J. E.; DOTY, D. H. Modes of theorizing in strategic human resource management: tests of universalistic, contingency, and configurational performance predictions. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 39, n. 4, p. 802-835, Aug. 1996.
- DOUGLAS, A. V. S. Corporate investment incentives and accounting-based debt covenants. *Contemporary Accounting Research*, Toronto, v. 20, n. 4, p. 645-683, Winter 2003.
- DOUGLAS, A. V. S. Capital structure, compensation and incentives. *The review of financial studies*, New York, v. 19, n. 2, p. 605-622, Summer 2006.
- DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóri-

- cos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. *Anais eletrônicos...* São Paulo: FEA-USP, 2007. Disponível em: < <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/523.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2011.
- DURU, A. I.; IYENGAR, R. J. The relevance of firm's accounting and market performance for CEO compensation. *The Journal of Applied Business Research*, Littleton, v. 17, n. 4, p. 232-251, 2001.
- DUTRA, J. S. A gestão de carreira. In: FLEURY, M. T. L. et al. *As pessoas na organização*. São Paulo: Editora Gente, 2002. p. 122-145.
- ECCLES, R. G.. *Manifesto da mensuração de desempenho*. In: Medindo o desempenho empresarial, Rio de Janeiro: Campus, p. 31-49, 2000.
- ELSTON, J. A.; GOLDBERG, L. G. Executive compensation and agency cost in Germany. *Journal of Banking & Finance*, Miami, v. 27, p. 1391-1410, 2003.
- EL AKREMI, A.; ROUSSEL, P.; TREPO, G. *CEO compensation strategies: consequences on the structure and management of executive pay*. Working paper, HEC Paris, no. 741, 2001. Disponível em: <<http://lirhe.univ-tlse.fr/publications/notes/352-01.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2012.
- FIRTH M. et al. The determinants of top management pay. *The International Journal of Management Science*, Barcelona, v. 3, n. 2, p. 617-635, 1999.
- FOSBERG, R. H.; JAMES, J. F. Bond rating changes and CEO compensation. *Managerial Finance*, Patrington, v. 21, n. 2, p. 12-24, 1995.
- FUNCHAL, J. A. *Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas*. 2005. 175f.

- Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, Porto Alegre, 2005.
- _____; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO NACIONAL DE PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO. 30., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. p. 1-16.
- GAREN, J. E. Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 102, n. 6, p. 522-541, 1994.
- GERHART, B.; MILKOVICH, G. T. Organizational differences in managerial compensation and financial performance. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 33, n. 4, p. 663-691, Dec. 1990.
- GÓMEZ-MEJIA, L. R.; WELBOURNE, T. M. Compensation strategy: an overview and future steps. *HR Human Resource Planning*, London, v. 11, n. 3, p. 173-189, 1988.
- GRINSTEIN, Y.; HRIBAR, P. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonus. *Journal of Financial Economics*, New York, v.6, n. 73, p. 119-143, 2004.
- GUNASEKARAGEA, A.; WILKINSON, M. CEO compensation and firma performance: a New Zealand investigation. *International Journal of Business Studies*, London, v. 10, n. 2, p. 45-60, 2002.
- HAJIVASSILIOU, V. A. The external debt repayments problems of LDS's: an econometric model based on panel data. *Journal of Econometrics*, Princeton, v. 36, p. 205-230, 1987.
- HAREL, G. H.; TZAFRIR, S. S. The effect of human resource management practices on the perceptions of organizational and

- market performance of the firm. *Human Resource Management*, London, v. 38, n. 3, p. 185-200, Fall 1999.
- HECKERMAN, D. G. Motivating managers to make investment decisions. *Journal of Financial Economics*, New York, v. 2, n. 3, p. 273 - 292, 1975.
- HENDRIKSEN, E. S.; VANBREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2009.
- HSIAO, C. *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.
- HUSELID, M. A. The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 38, n. 3, p. 635-672, June 1995.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, Chicago, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990a.
- _____; _____. CEO incentives – It's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, Cambridge, n. 3, p. 138-153, 1990b.
- _____; _____. WRUCK, E. G. *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=561305>>. Acesso em: 13 Fev. 2012.
- KLEIN, W. A. *Legal and economic perspectives on the firm*: unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.
- KRAUTER, E. *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com em-*

- presas industriais brasileiras. 2009. 192f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo - FEA/USP, São Paulo, 2009.
- LEONARD, J. S. Executive pay and firm performance. *Industrial & Labor Relations Review*, Cornell, v. 43, n. 3, p. 13-S-29-S, 1990.
- LEWELLEN, W. G. HUNTSMAN, B. Managerial pay and corporate performance. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 60, n. 4, p. 710-720, 1970.
- MADURA, J. A proposal for aligning CEO compensation with performance. *Human Resource Management Review*, vol.3, n. 1, p. 15-28, 1993.
- McGUIRE, J. W.; CHIU, J. S. Y.; ELBING, A. O. Executive incomes, sales, and profits. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 52, n. 4, p. 753-761, Summer, 1962.
- McKNIGHT, P. An explanation of top executive pay: a UK study. *British Journal of Industrial Relations*, London, v. 3, n. 1, p. 557-566, 1996.
- MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, New York, v. 38, p. 163-184, 1995.
- MILLER, D. J. CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay. *Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 38, n. 5, p. 1361-1385, 1995.
- MONKS, R. A. G. *Creating value through corporate governance*. V. 10, n. 3, July, 2003.
- MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Cambridge, v7, n. 1, p.11-42, 1985.
- _____. Executive Compensation. *Labor Economics*, North Holland, v. 3, n. 1, p. 32-58, 1998.

- _____. Reporting choice and the 1992 proxy disclosure rules. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Dallas, v. 11, n. 3, p. 497-515, 1996.
- NEWMAN, H.; MOZES, H. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management*, London, v. 28, p. 41-53, 1999.
- PRESTON, L. E. Corporation and society: the search for a paradigm. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, v. 13, n. 2, p. 434-453, 1975.
- PUKTHUANThONG, K.; TALMOR, E.; WALLACE, J. S. Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership & Control*, Genoa, v. 1, n. 2, p. 41-62, Winter, 2004.
- RAO, P. S.; LEE-SING, C. R. Governance structure, corporate decision-making and firm performance in North America. In: DANIELS, R. J.; MORCK, R. *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary: University of Calgary Press, 1995, p. 149-188
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.
- SCHUSTER, J. R.; ZINGHEIM, P. K. *The new pay: linking employee and organizational performance*. New York: Lexington Books, 1992.
- SHIM, E.; LEE, J. A canonical correlation analysis of CEO compensation and corporate performance in the service industry. *Review of Accounting & Finance*, Patrinton, v. 2, n. 3, p. 72-92, 2003.
- SIGLER, K. J.; PORTERFIELD, R. CEO compensation: Its link to bank performance. *American Business Review*, West Haven, v. 19, n. 2, p. 110-115, June 2001.

- SILVA, E. L. *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. Florianópolis: Ed. UFSC, 2001.
- TAUSSIG, F. W.; BARKER, W. S. American corporations and their executives: a statistical inquiry. *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford, v. 40, n. 1, p. 1-51, 1925.
- VARMA, A. et al. High performance work systems: exciting discovery or passing fad? *Human Resource Planning*, New York, v. 22, n. 1, p. 26-37, 1999.
- WAN, K. M. *Independent directors, executive pay, and firm performance*. 2003. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=392595>. Acesso em: 12 fev. 2012.
- WILSON, R. On the theory of syndicates. *Econometrica*, Cambridge, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. 4. ed. São Paulo: CENGAGE Learning, 2010.
- YOSHINAGA, C. E. *A relação entre índice de sentimento de mercado e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel*. 2009. 176f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo - FEA/USP, São Paulo, 2009.