

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ANA CRISTINA RUSSO NASCIMENTO

**REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO VINCULADA A
OBJETIVOS DE LONGO PRAZO E A GERAÇÃO DE
VALOR AO AÇIONISTA**

São Paulo

2015

ANA CRISTINA RUSSO NASCIMENTO

**REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO VINCULADA A OBJETIVOS
DE LONGO PRAZO E A GERAÇÃO DE VALOR AO AÇIONISTA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Administração de
Empresas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo

2015

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

N244r

Nascimento, Ana Cristina Russo

Remuneração do executivo vinculada a objetivos de longo prazo e a geração de valor ao acionista./ Ana Cristina Russo Nascimento. - - São Paulo, 2015.

122 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Executivos – Salários.
2. Remuneração extra-salariais.
3. Acionistas.
4. Política salarial.

CDD 658.322

ANA CRISTINA RUSSO NASCIMENTO

**REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO VINCULADA A OBJETIVOS
DE LONGO PRAZO E A GERAÇÃO DE VALOR AO AÇIONISTA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

COMISSÃO JULGADORA:

Profª Drª Fabiana Lopes da Silva
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC

Profª Drª Betty Lilian Chan
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

Prof. Dr Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP
Professor Orientador- Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, de de 2015.

DEDICATÓRIA

Agradeço especialmente a
DEUS pela luz e energia.

Ao meu filho **EDUARDO RUSSO DOS SANTOS** pela sua compreensão e paciência infinita que sempre me permitiram seguir adiante.

Ao meu marido **FRAN DOS SANTOS** pelo apoio, por nunca me desamparar; pois, sem isso, seria impossível chegar até aqui.

AGRADECIMENTOS ESPECIAIS

Agradeço ao meu Orientador
PROF. DR. ALEXANDRE DI MICELI DA SILVEIRA pela
orientação e estímulo em todos os momentos.

Às componentes da minha banca
PROF. DRAS BETTY LILIAN CHAN e
FABIANA LOPES DA SILVA
pelos conselhos valiosos e adequados.

AGRADECIMENTOS

Obrigada, também, a todos **PROFISSIONAIS DA FECAP**, mas devo destacar o **PROF. DR. HÉBER PESSOA DA SILVEIRA** quem me concedeu a oportunidade de realizar esse estudo, o professor Prof. Dr. Claudio Parizi que me deu as primeiras dicas para desenvolvimento do trabalho e ainda pelas aulas estimulantes. Em agradecimento a todos os professores, saliento os predicativos Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi pela capacidade de traduzir qualquer conceito transformando a ideia em algo obvio, e por outro lado, pela Prof. Dra. Raquel Freitas de Oliveira por enfatizar a necessidade de dúvida.

Em agradecimento aos demais profissionais, destaco **AMANDA RUSSO CHIROTTO**, pelo velado apoio diário.

E finalmente, agradeço ao **PROF. ME. NILTON JOÃO DOS SANTOS**, por acreditar que era possível realizar meu sonho e me impelir a materializá-lo.

*O saber a gente aprende com os mestres
e os livros. A sabedoria se aprende é com
a vida e com os humildes.*

(CORA CORALINA)

RESUMO

A questão do alinhamento de interesse entre acionistas e executivos, denominada problemas do agente-principal, tem sido um desafio para empresas e estudiosos. Dentre seus diversos aspectos e ferramentas administrativas, criados com o propósito de mitigar esses problemas, está a remuneração do executivo que pode ser instrumento de incentivo, quando paga de modo variável atrelada a finalidades que estabeleçam desafios para agregar valor às empresas e, assim, maior retorno aos acionistas. Nesse contexto, há afirmações de que os modelos de remuneração que determinam metas de longo prazo são mais adequados, uma vez que possibilitam aferir resultados concretos para as organizações. Assim, o objetivo deste estudo é verificar a relação entre a presença de remuneração variável atrelada a metas de longo prazo e o desempenho empresarial, bem como o comportamento do referido desempenho financeiro por setor de atividade. Foram analisadas 155 empresas de capital aberto no ano de 2010, cujas informações foram extraídas dos Formulários de Referências (FR). Os indicadores empregados foram Valor da Empresa, LAJIDA e Retorno Total ao Acionista (RTA), construídos com dados fornecidos pelo sistema Económica, para o período de 2010 a 2013. A significância das variáveis foi testada recorrendo ao método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), e as estimativas realizadas mostraram significância estatística do impacto do tipo de remuneração sobre o desempenho financeiro da amostra apenas para o indicador Valor da Empresa, cujos resultados sugeriram que o objetivo de longo prazo vinculado à remuneração pode influenciar positivamente o desempenho da empresa.

Palavras-Chave: Remuneração do executivo. Objetivos em longo prazo. Geração de valor ao acionista. Teoria de agência.

ABSTRACT

It has been a challenge for companies and scholars the issue of alignment of interest between owners and executives, called agency problems. Among its various views and administrative tools, created with the purpose of mitigating these problems the salary of the executive which can be a tool of encouragement when it is compensated in a variable way linked to purposes which set challenges to add value to the companies and thus a higher return to stockholders. There are claims in this context that the remuneration models which determine long-term goals are more appropriate, once they enable measure tangible results for organizations. Therefore aim of this study was to investigate the relationship between the presence of variable remuneration linked to long-term goals and business performance as well as the behavior of that financial performance by business sector. One hundred fifty-five publicly traded companies were analyzed in 2010, which information has been extracted from References Forms (FR). The indicators used were Enterprise Value, EBITDA and Total Return to Shareholders (TRS), constructed with data provided by the Economática System, for the period from 2010 to 2013. The significance of variables was tested using the method of Ordinary Least Squares (OLS), and the figure which was carried out showed statistical significance the impact on the type of remuneration on the financial performance of the sample only for the indicator Enterprise Value, the results suggested that the long-term goal linked to the remuneration can positively influence the company's performance.

Keywords: Executive remuneration. Long term objectives. Shareholder value generation. Agency theory.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1	- Contabilidade financeira e mecanismos de governança corporativa	35
FIGURA 2	- Componentes da remuneração do executivo.....	45
FIGURA 3	- Distribuição das empresas da amostra, de acordo com a estrutura da remuneração anual dos diretores estatutários (2012).....	47
FIGURA 4	- Empresas que pagam remuneração variável aos diretores estatutários, por tipo de remuneração variável (2012)	47
FIGURA 5	- Sistema de governança corporativa.....	57
FIGURA 6	- Estrutura abrangente de medidas de valor	63
FIGURA 7	- Redução ou Incremento de valor	72
FIGURA 8	- Histograma e teste de normalidade dos resíduos Valor da Empresa (VE).....	89
FIGURA 9	- Histograma e teste de normalidade dos resíduos LAJIDA ...	91
FIGURA 10	- Histograma e teste de normalidade dos resíduos RT.....	93

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Tipos mais utilizados de remuneração variável.....	46
QUADRO 2 - Relação entre a remuneração paga ao executivo/gestor, metas de desempenho e a geração de valor à empresa e ao acionista	52
QUADRO 3 - Classificação das empresas selecionadas, conforme o item 13 do Anexo 24, do Formulário de Referência da Instrução CVM nº 480/2009.....	68
QUADRO 4 - Classificação de setor pelo sistema Económica	76
QUADRO 5 - Variáveis utilizadas nos testes de regressão	81
QUADRO 6 - Tipo de objetivo: 2010 comparado a 2013	114
QUADRO 7 - Resultados do tipo de objetivo e média do setor.....	118

LISTA DE TABELAS

TABELA 1	- Empresas que emitiram papéis em 2010 - BM&FBOVESPA .	65
TABELA 2	- Vínculo da remuneração aos objetivos de curto, médio ou longo prazo.....	66
TABELA 3	- Construção da amostra	66
TABELA 4	- Classificação das empresas conforme desempenho comparado ao setor.....	82
TABELA 5	- Referência Cruzada do Valor da Empresa (VE).....	83
TABELA 6	- Teste Qui-Quadrado para Valor da Empresa (VE).....	83
TABELA 7	- Referência Cruzada do Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).....	83
TABELA 8	- Teste Qui-Quadrado para o Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).....	84
TABELA 9	- Referência Cruzada do Retorno Total aos Acionistas (RTA)	84
TABELA 10	- Teste Qui-Quadrado para Retorno Total aos Acionistas (RTA)	84
TABELA 11	- Tipo de objetivo 2010 em relação a 2013.....	85
TABELA 12	- Modelo estimado via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para Valor da Empresa (VE).....	87
TABELA 13	- Modelo estimado via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).....	90
TABELA 14	- Modelo estimado via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para o Retorno Total aos Acionistas (RTA)	92

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

%	Percentual
§	Parágrafo
®	Marca Registrada
ADRs	<i>American Depositary Receipts</i> (Recibos de Depósitos Americanos)
art.	Artigo
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros)
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
CFROI	<i>Cash Flow Return On Investment</i> (Retorno de Fluxo de Caixa do Investimento)
CLT	Consolidação das Leis Trabalhistas
CVA	<i>Cash Value Added</i> (Valor Adicionado de Caixa)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i> (Lucros Antes de Juros e Impostos)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
EMH	<i>Efficient Market Hypothesis</i> (Hipóteses do Mercado Eficiente)

EnANPAD	Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração
et al.	Abreviação de et alii (outros, masculino plural). Expressão latina que significa “e outros”, usada em citações bibliográficas quando a obra possui muitos autores
EUA	Estados Unidos da América
EVA[®]	<i>Economic Value Added</i> (Valor Econômico Adicionado)
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
FR	Formulário de Referência
HME	Hipótese do Mercado Eficiente
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBrX	Índice Brasil
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MVA	<i>Market Value Added</i> (Valor de Mercado Adicionado)
n	Tamanho da amostra
nº	Número
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i> (Lucro Operacional Líquido após o Imposto)
NPV	<i>Net Present Value</i> (Valor Presente Líquido)
NR	Norma Regulamentadora
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i> (Bolsa de Valores de Nova Iorque).

OLS	<i>Ordinary Least Squares</i> (Mínimos Quadrados Ordinários)
OTG	Orientação Temporal dos Gestores
OTLP	Orientação Temporal de Longo Prazo
<i>p</i>	Índice de significância estatística
p.	Página
PETROBRAS	Petróleo Brasileiro S/A
PLR	Participação Lucros e Resultados
PROGEP	Programa de Estudos em Gestão de Pessoas
ROA	<i>Return On Assets</i> (Retornos sobre Ativos)
ROE	<i>Return On Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
ROI	<i>Return on Investment</i> (Retorno Sobre Investimento)
RONA	<i>Return On Net Assets</i> (Retorno Sobre os Ativos Líquidos)
RTA	Retorno Total aos Acionistas(do inglês <i>Total Shareholder Return - TSR</i>)
S&A	Sociedade Anônima
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i> (Pacote Estatístico para as Ciências Sociais)
VE	Valor da Empresa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 OBJETIVO	18
1.2 PROBLEMA.....	18
1.3 ESTRUTURA DO ESTUDO	19
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	19
1.5 JUSTIFICATIVA.....	19
1.6 CONTRIBUIÇÕES	22
2 REVISÃO DE LITERATURA	23
2.1 CONTEXTO DO ESTUDO.....	23
2.2 GERAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA	28
2.3 HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE	29
2.4 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS	30
2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	32
2.6 TEORIA DA AGÊNCIA	36
2.7 OBJETIVOS E METAS DE LONGO PRAZO	38
2.8 REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO.....	40
2.9 PAPEL DO COMITÊ DE REMUNERAÇÃO	56
2.10 INDICADORES FINANCEIROS DE DESEMPENHO	58

3 MATERIAL E MÉTODO	64
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	64
3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	67
3.2.1 TIPO DE OBJETIVO VINCULADO À REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO.....	67
3.2.2 DESEMPENHO FINANCEIRO.....	69
3.2.2.1 Variável: Valor da Empresa (VE).....	70
3.2.2.2 Variável: Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).....	72
3.2.2.3 Variável: Retorno Total aos Acionistas (RTA)	74
3.2.2.4 Variáveis de controle	75
3.3 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS	77
3.3.1 AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE	77
3.3.2 OBJETIVOS VINCULADOS À REMUNERAÇÃO DECORRIDOS TRÊS ANOS	79
3.3.3 IMPACTO DO TIPO DE REMUNERAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DA AMOSTRA.....	79
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	82
4.1 AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE	82
4.2 OBJETIVOS VINCULADOS À REMUNERAÇÃO DECORRIDOS TRÊS ANOS.....	85
4.3 IMPACTO DO TIPO DE REMUNERAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DA AMOSTRA	86

4.3.1	VALOR DA EMPRESA (VE).....	87
4.3.2	LUCROS ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO (LAJIDA).....	89
4.3.3	RETORNO TOTAL AOS ACIONISTAS (RTA).....	91
5	CONCLUSÕES	94
	REFERÊNCIAS	97
	APÊNDICE A - AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE	114
	APÊNDICE B - TIPO DE OBJETIVO: 2010 EM RELAÇÃO A 2013	118

1 INTRODUÇÃO

Programas de remuneração de executivos são instrumentos reconhecidos no estímulo das decisões estratégicas com a finalidade de melhorar os resultados gerais da organização. Os modelos de remuneração que determinam metas de longo prazo são mais proativos, induzem atos que produzam a perpetuidade dos resultados positivos para a organização. Instrumentos de remuneração inadequados estimulam a má conduta e direcionam os executivos a trabalharem para o enriquecimento próprio em detrimento da remuneração justa ao acionista (BOLTON; SCHEINKMAN; XIONG, 2006).

As ações de executivos voltadas a maximizar seu bônus anual podem causar prejuízos às empresas. Remunerações do executivo vinculadas a resultados de curto prazo alimentam o comportamento ganancioso e a miopia gerencial, termo que ilustra situações em que o executivo busca resultados de curto prazo em detrimento de melhores opções de investimentos, ou mesmo, colaborando para riscos futuros da companhia. Essas situações são provocadas, algumas vezes, na obtenção de favorecimentos ou de fatores cognitivos e tendências naturais do comportamento humano (MURPHY; JENSEN, 2011).

A compreensão das estruturas de incentivos salariais é fundamental para o desenvolvimento de teorias viáveis, visto que podem trazer esclarecimentos acerca dos comportamentos dos indivíduos nas organizações (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988).

Neste estudo, diversos aspectos foram discutidos para a avaliação da qualidade e eficácia dos instrumentos de remuneração do executivo, destacando-se aqueles que consideram os interesses do acionista e consequente vinculação do pagamento a resultados de incrementos financeiros duradouros para a empresa e, assim, maiores retornos ao acionista. Para tanto, o recebimento de parte da remuneração deve ser postergado até que se comprove a durabilidade do resultado financeiro decorrente das decisões gerenciais, ou, ainda, o executivo somente deve receber o incentivo se houver evidências de agregação de valor perenes para a companhia.

Esses sistemas de remuneração procuram direcionar o comportamento do executivo, persuadindo-o a visualizar o futuro e a buscar o equilíbrio de suas ações sem impingir risco excessivo para a organização;contudo, obtendomelhores resultados.

A transparência imposta atualmente pelas legislações e orientações acerca da remuneração dos executivos permitiu, entre outras questões relevantes, averiguar se os mecanismos de remuneração eram congruentes com os interesses dos acionistas.

1.1 OBJETIVO

Verificar a relação entre a presença de remuneração variável atrelada às metas de longo prazo e o desempenho empresarial, bem como o comportamento do referido desempenho financeiro por setor de atividade.

Foi avaliado, ainda, se as empresas mantiveram, após decorridos três anos, os mesmos prazos dos objetivos vinculados à remuneração (curto, médio ou longo prazo).

1.2 PROBLEMA

A vinculação da remuneração do executivo às metas de longo prazo exerce influência na melhoria no desempenho financeiro da empresa gerando, conseqüentemente, maior valor ao acionista?

1.3 ESTRUTURA DO ESTUDO

O desenvolvimento do estudo foi composto por esta Introdução que consistiu em breve conceituação do tema, delimitação da pesquisa, justificativa da escolha do tema e sua relevância; bem como pela Revisão da Literatura que envolveu o tema; pela Metodologia aplicada; pelos Resultados e sua respectiva discussão e, finalmente, pela Conclusão.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Em razão da pouca divulgação de informações relativas à remuneração dos executivos no Brasil, os dados relativos à remuneração foram extraídos de uma fonte somente, com o intuito de obter padronização na coleta; no entanto, observou-se diferentes enfoques nas respostas ao Formulário de Referência, impossibilitando um diagnóstico aprofundado sobre comportamento do executivo frente aos desafios que lhe foram impostos. Outro ponto descartado, devido à abrangência, tratou-se da verificação da qualidade dos indicadores empregados pelas empresas para estabelecer objetivos de longo prazo.

1.5 JUSTIFICATIVA

O papel do executivo nas organizações e sua reponsabilidade na condução do negócio permeiam discussões acadêmicas, empresariais e legais, sendo o tema de grande interesse por parte dos investidores em geral e, em particular, dos acionistas em empresas constituídas sob a forma de sociedades por ações. Cada decisão e ato do executivo poderão ser traduzidos em perda ou ganho para o dono do negócio e para o acionista.

A constatação da relevância dos atos dos executivos ensejaram necessidades: Como fiscalizar e/ou estimular o agente (executivo) a agir de acordo com a vontade dos sócios (acionistas)? Como resguardar o sócio da imperícia, negligência, imprudência ou mesmo desonestidade do agente? A legislação atende uma parte dessas demandas, mas não consegue estimular o comportamento ideal.

A busca de solução para o tema provocou a substituição gradativa da adoção de políticas de reconhecimento de executivos, por meio de salário fixo com aumentos vinculados à antiguidade e mérito por pacotes de remuneração, que adicionaram benefícios de desenvolvimento de carreira, aposentadoria e, principalmente, por recompensas pelo atendimento ou superação de objetivos.

A partir de então, vários estudos têm sido desenvolvidos sobre as políticas de recompensas intituladas de remuneração variável, remuneração estratégica, recompensas estratégicas, programas de incentivo, bônus, participação nos lucros e resultados, entre outros. Esses instrumentos procuram incentivar o profissional a extrapolar seu clássico índice de desempenho, contribuindo para os resultados da empresa (PEREIRA FILHO; WOOD JUNIOR, 2007).

Foram, ainda, estabelecidas metas quantitativas e/ou qualitativas, com períodos pré-definidos para realização, para atender objetivos estratégicos da organização nas dimensões Econômico-Financeiras, Operacional, Administrativa, entre outras; e, assim, elevar o patamar dos resultados da empresa. Entre as vantagens apresentadas por essas políticas pode-se mencionar a possibilidade de direcionar esforços condizentes com as prioridades do negócio, disseminar os direcionadores estratégicos, estabelecer cultura interna voltada para superação de desafios e alcance resultados importantes, desenvolver colaboradores comprometidos com o sucesso da empresa, estimular comportamentos alinhados aos interesses das empresariais e aumentar a percepção dos valores organizacionais.

Entretanto, estudos têm identificado lacunas na eficiência dos instrumentos de remuneração variável, questionando o papel dos indicadores, metas e proposições instituídos como indutores dos executivos para realização dos interesses dos acionistas.

Inúmeras pesquisas e estudos podem advir desses questionamentos. Este estudo destacou o aspecto da temporalidade dos objetivos instituídos nos programas de remuneração variável e a congruência deste fator, para a geração de resultados positivos aos acionistas.

Anthony; Govindarajan (2008) salientaram o risco de estimular objetivos de curto prazo, uma vez que poderiam sofrer impactos negativos em longo prazo para a organização e, assim, não criar valor ao acionista. Para Gibbs et al. (2009), o foco no curto prazo possui efeito negativo na eficácia dos incentivos, pois os resultados ficam mais propensos de serem manipulados pelos Gestores.

Vincular a remuneração a objetivos significa que parte ou a totalidade do salário do indivíduo (empregado, diretor, entre outros) será pago à proporção do alcance de metas previamente estabelecidas, caracterizando-se incentivo financeiro e recompensa pelo bom desempenho. Vincular a remuneração a objetivos de longo prazo indica que as metas alcançadas devem assegurar resultados sustentáveis, que colaborem para a perpetuidade empresarial, caracterizando-se como um indutor de ações corretas.

Executivos, administradores e agentes foram considerados, neste estudo, como sinônimos podendo ser conceituados como os Diretores Estatutários e não Estatutários, conforme dispõe a Lei das Sociedades Anônimas (S&A). A remuneração consistiu na soma do salário de demais vantagens estipulada e paga pela prestação de serviços.

1.6 CONTRIBUIÇÕES

Este estudo pretendeu:

- a) Contribuir para com investidores e analistas de mercado, demonstrando se o tipo de remuneração dos executivos caracteriza-se como diferencial no desempenho das empresas, bem como com os Comitês de Remuneração que assessoram os Conselhos de Administração, na escolha do tipo de remuneração a ser oferecida ao executivo.
- b) Auxiliar os profissionais de Recursos Humanos, no estabelecimento de políticas de remuneração como, também, as empresas, visto a dificuldade de estabelecerem-se indicadores de resultados que exijam ação adequada em longo prazo.
- c) Aumentar a percepção do executivo quanto aos impactos da tomada de decisão sobre o desempenho geral da empresa, quanto à transparência dos resultados das decisões gerenciais para as partes interessadas, bem como para o mercado geral, devido à importância do desempenho das empresas.
- d) Contribuir com o mercado em geral na melhor tomada de decisões para a satisfação, inclusive, de seus acionistas, por meio das informações acerca da remuneração dos executivos e de seu vínculo com os resultados.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 CONTEXTO DO ESTUDO

Atrair capitais para financiar suas atividades, bem como seus projetos é questão de sobrevivência das grandes organizações, tornando o acionista um ator fundamental nesse cenário, cujo retorno sobre seu investimento não pode ser negligenciado. Assim, o papel do administrador em adotar medidas que elevem ao máximo a riqueza de seu acionista, bem como em tomar decisões adequadas que evitem a destruição de valor, tornou-se uma de suas competências básicas (JENSEN; MECKLING, 1976).

O questionamento sobre esse papel acentuou-se após evidências quanto à manipulação de resultados empresariais em benefício próprio, por parte dos executivos americanos em 2005, assim como a ocorrência da crise financeira internacional em 2007/2008, entre outros escândalos corporativos que trouxeram prejuízos aos acionistas (MORAIS, 2010).

A remuneração variável é uma ferramenta utilizada para estimular e direcionar o comportamento correto e diligente do executivo, cujo pagamento é vinculado aos propósitos empresariais (JENSEN; MECKLING, 1976). Entretanto, Shleifer; Vishny (1997) alertaram para os problemas gerados por determinados modelos de remuneração voltados para o executivo, uma vez que os gestores poderiam manipular dados contábeis ou optar por políticas para aumentar o seu salário. Outro aspecto a ser considerado é a capacidade limitada dos mecanismos de governança corporativa, nesse caso a remuneração, em obrigar os executivos a tomar decisões racionais (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988).

A vertente de finanças comportamentais destaca outros aspectos do comportamento do executivo, como fatores psicológicos que podem relacionar-se ao excesso de confiança ou à aversão à perda, provocando atitudes que o desviem do caminho de ações esperadas na maximização de valor (BAKER; WURGLER, 2013).

Kahneman; Tversky(1979), ainda na perspectiva de Finanças Comportamentais, propõem que os indivíduos são mais afetados por perdas que por ganhos. Portanto, é possível esperar que os executivos deliberem ações com maior agilidade para realizar ganhos imediatos, por aversão a perdas futuras, adiando ações que impliquem em realizações de perdas e denotando propensão ao risco, devido à expectativa de reverter a situação no futuro. Esse comportamento provoca erros nas tomadas de decisão e conseqüentes agravamento ou perdas para as organizações.

Loewenstein; Thaler (1989) destacaram anomalias nas escolhas intertemporais, demonstrando que o comportamento dos indivíduos parece revelar escolhas míopes, mesmo quando é necessário acuidade no equilíbrio de despesas e de benefícios. Investimentos em inovação, por exemplo, podem demorar a apresentar resultados, oferecem certos riscos, mas são fundamentais para sobrevivência das empresas.

Em congruência com os argumentos apresentados nos estudos mencionados, de acordo com Oyadomari et al. (2010), o fato de as empresas de capital aberto serem cobradas diariamente por resultados, induz a atos que propiciam resultados de curto prazo, adiando investimentos em projetos cujos resultados serão obtidos em longo prazo, atos estes denominados de tensão dinâmica entre objetivos de longo prazo e objetivos de curto prazo.

Nesse contexto, Murphy; Jensen (2011) alertaram relativamente à utilização de medidas erradas de desempenho para o pagamento de bônus aos executivos, usando, entre outros, o exemplo em que o pagamento da remuneração era executado com base em lucros contábeis de curto prazo; pois, nesses casos, o executivo tomava, previsivelmente, medidas para aumentar sua remuneração, mesmo provocando destruição da riqueza empresarial em longo prazo.

Santos (2012) reforçou esses entendimentos, explicando que métricas contemporâneas conduzem à inadequação na alocação do esforço e em decisões de investimentos, provocando comportamento oportunista do agente, considerando-se que não espera usufruir dos resultados futuros de suas decisões. Argumentou, ainda, que a mensuração do desempenho, alinhada aos interesses da

empresa, deveria motivar decisões de investimentos que melhorasse o desempenho empresarial em longo prazo.

Para Aguiar (2009), as empresas apresentam diferentes necessidades quanto aos efeitos temporais dos esforços dos gestores, ou seja, para determinados segmentos empresariais ou providências, as ações deveriam focar em curto prazo, enquanto outras em longo prazo. O autor considerou importante o estabelecimento dessas estratégias empresariais de controle, que assegurassem que ações de curto prazo não prejudicassem resultados financeiros futuros e vice-versa.

Copeland et al. (2002) ensinaram que se tornar um administrador de valor exigia concentração nos retornos em longo prazo relativos ao fluxo de caixa, e não em mudanças trimestrais de ganhos de ação. Complementando o conceito, Ehrhardt; Brigham (2012) definiram que a principal finalidade da administração deveria ser a melhora da riqueza ao acionista, o que significa maximizar o preço fundamental ou intrínseco das ações da empresa.

Conforme Conyon (2006), o pacote ideal de compensação para os executivos, do ponto de vista dos acionistas, deve alinhar seus interesses mútuos.

O contexto atual estabeleceu o paradoxo de que os altos salários dos executivos nunca foram tão censurados, enquanto a necessidade de reter talentos e de estimular o comportamento que conduz à superação de metas tornou-se um desafio para as companhias (JENSEN; MECKLING, 1976; CONYON, 2006).

Conforme Saito; Silveira (2008), após a constatação dos problemas do agente-principal em estudos seminais, seria necessária a realização de novas pesquisas para verificar como se manifestam, quais as implicações econômicas e quais seriam os melhores mecanismos para mitigá-los.

Esse cenário tem fomentado a repercussão dos conceitos de governança corporativa, tornando-se linguagem corriqueira nas organizações, considerando todas as partes envolvidas (*stakeholders*) e destacando as boas práticas nos mecanismos de remuneração dos executivos (JENSEN; MECKLING, 1976; SILVEIRA, 2006).

Os princípios de governança corporativa orientam para o impessoalíssimo, honestidade, a transparência, e a competência administrativa, protegendo os *stakeholders* contra os arbítrios da Administração. Entre os instrumentos estabelecidos, para garantir a atenção a esses princípios, está o Conselho de Administração (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBCG, 2009).

Na dinâmica relacionada à remuneração do executivo, esclareceu-se um dos papéis dos Conselhos de Administração, considerando-se ser representante para supervisionar a gestão da sociedade. Nas S&A, em que o Conselho de Administração é eleito pelos acionistas, o dever de defender seus interesses é acentuado (IBCG, 2009).

A preocupação em assegurar a proteção dos interesses de investidores, bem como de restaurar a confiança das organizações, motivou, também, a publicação de legislações e orientações relativas à Governança Corporativa. Nos Estados Unidos da América (EUA), em 2002 foi aprovada a Lei *Sarbanes-Oxley*, que introduziu limites aos planos de remuneração dos Executivos e dos Conselhos de Administração (BERRINGER; CORRÊA, 2007; ESTADOS UNIDOS, 2002). No Brasil, submetem-se ao cumprimento de referida norma as empresas com ações cotadas em bolsa norte-americana, ou seja, aquelas que mantêm os *American Depositary Receipts* (ADRs do português, Recibos de Depósitos Americanos) negociadas na *New York Stock Exchange* (NYSE do português, Bolsa de Valores de Nova Iorque). Para o atendimento dessa lei, as empresas obrigaram-se a adequar o relatório anual, bem como a preencher o denominado Formulário 20-F, no qual deveriam ser apresentadas as informações detalhadas sobre a remuneração dos Conselheiros de Administração e Administradores (ESTADOS UNIDOS, 2002).

Na legislação brasileira, a questão da remuneração foi regulada pelo artigo 152 da Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (redação dada pela Lei nº 9.457/1997) (BRASIL, 1997), que dispõe sobre as sociedades por ações, conhecida como a Lei das S&A (BRASIL, 1976):

Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.

§ 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202.

O detalhamento da informação do montante global da remuneração dos executivos foi determinado pela orientação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009 para as Companhias Abertas de Categoria “A”, que adotou um modelo de registro de informação, denominado Formulário de Referência (FR); esse documento possui disposições específicas para esclarecimentos quanto à remuneração dos órgãos de administração das companhias (Conselho de Administração, Fiscal e Administração) (BRASIL, 2009).

O Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que, em sua quarta edição, reforçou a recomendação para a formação de Comitês para assessoria ao Conselho de Administração, com a finalidade de obter uma avaliação aprofundada das questões a serem deliberadas. Dentre esses Comitês, pode ser formado o de Recursos Humanos/Remuneração cuja atribuição, entre outras, é a de discutir as políticas de remuneração e seu alinhamento com a administração (IBGC, 2009).

O Banco Central do Brasil (BACEN), cumprindo sua competência atribuída pelo Conselho Monetário (art. 9º da Lei nº 4.595/1964) (BRASIL, 1964), publicou em 25 de novembro de 2010 a Resolução 3.921 (BANCO CENTRAL, 2010) que dispõe sobre a política de remuneração de administradores nas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN. A Resolução estabelece regras para remuneração dos administradores concernentes às boas práticas de governança para políticas de remuneração (BRASIL, 2010).

Holtmann (2002) mencionou que o sistema de incentivo de uma organização pode ter efeitos importantes sobre a motivação geral de seus empregados, destacando, ainda, a importância do instrumento em apoiar a estratégia institucional.

2.2 GERAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA

O propósito do acionista, ao adquirir ações de uma companhia, é o de obter remuneração pelo uso de seu investimento (PORTERFIELD, 1976). Além disso, esse retorno deve considerar o custo de oportunidade (o valor associado à melhor alternativa não escolhida), ou seja, obter benefícios pela escolha que realizou e, também, pelos riscos assumidos com essa aplicação (CATELLI et al., 2001).

Nesse contexto, um administrador de valor deve tomar providências para que esse intento seja realizado plenamente (EHRHARDT; BRIGHAM, 2012).

O investidor deve optar por um investimento baseado em sua relação de risco e de retorno (MARKOWITZ, 1952). Também com base na questão do risco para o investidor, menciona-se o processo de avaliação de empresas proposto por Modigliani; Miller (1958). O valor de uma empresa é determinado pela sua política de investimento e não pelo seu custo de financiamento, pois a capacidade de gerar receita está sempre vinculada a um risco que determina o custo de capital. Portanto, a empresa deve investir em projetos que ofereçam o retorno esperado igual ou superior ao seu custo de capital (MARKOWITZ, 1952; MODIGLIANI; MILLER, 1958).

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, conhecido como *Capital Asset Pricing (CAPM)*, desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965), também trouxe relevante contribuição para a área de finanças, por permitir determinar a taxa de retorno esperada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado. Ou seja, o retorno que o acionista espera receber pela exposição ao risco de seu investimento. A apuração relaciona os riscos não diversificáveis previstos aos retornos esperados, partindo da premissa que existe relacionamento estreito entre os retornos dos ativos individuais e os retornos do mercado (ganhos de capital somado aos dividendos) (ROGERS; SECURATO, 2009).

Essas teorias, entre outras, destacam a preocupação do acionista quanto ao retorno de seu investimento, assim como a importância das escolhas dos tipos de financiamentos pelos administrados. Famá; Grava (2000), ao pesquisar modelos clássicos sobre estrutura de capital, concluíram que muito se estudou a respeito do tema e, sem dúvida, houve contribuições para os administradores; contudo, muitas questões ainda estariam em aberto representando um importante desafio para os decisores que criam ou destroem valor aos acionistas.

A principal finalidade das empresas é reconhecida como a geração de valor ao acionista. As decisões financeiras deveriam focar a satisfação dos acionistas. Essa preocupação decorre do fato de que os recursos financeiros são oriundos do mercado de capitais, embutindo uma expectativa mínima de retorno que se constitui em um custo de oportunidade a ser coberto por decisões financeiras (PORTERFIELD 1976).

2.3 HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

Quando se trata de valor de ação, retorno ao acionista, o administrador deve considerar que há variáveis de mercado que influenciam nesses resultados. Para que o executivo seja preciso, além de conhecimento técnico, deve ter agilidade, considerando que as informações transitam rapidamente pelo mercado e modificam o contexto, acarretando perda de oportunidade. Outra competência importante do executivo neste campo é a visão quanto aos impactos das informações da empresa divulgadas ao mercado (EHRHARDT; BRIGHAM, 2012).

A teoria denominada Hipótese do Mercado Eficiente (HME do inglês *Efficient Market Hypothesis-EMH*), inicialmente proposta pelo economista Paul Samuelson, afirmava que o mercado de ações era eficiente; pois, a informação disponível refletia-se no valor da ação. Dessa forma, os preços das ações eram adequadamente avaliados e o retorno era semelhante ao esperado, uma vez que todas as informações eram disponibilizadas no momento da realização do investimento. Samuelson (1965) trouxe a ideia sobre o comportamento das flutuações dos preços e a influência das informações dos participantes do mercado.

Fama (1970) aperfeiçoou e divulgou a referida pesquisa, com o estabelecimento das seguintes bases conceituais: a) Existem três formas de eficiência de mercado, dependendo do grau de informações, ou seja, forte (informações privilegiadas), semiforte (informações públicas) e fraca (informações históricas); b) A noção de eficiência do mercado não poderia ser rejeitada sem o acompanhamento da rejeição de um modelo de equilíbrio do mercado.

Segundo Ehrhardt; Brigham (2012) a lógica da teoria da Hipótese de Mercado Eficiente (HME) foi fundamentada nos fatos de que: (a) Em média, 1000 analistas profissionais acompanham uma ação; (b) Investidores profissionais possuem bilhões de dólares e tiram proveito de barganhas; (c) Exigências legais sobre as informações são disponibilizadas para todos ao mesmo tempo. Os autores concluíram que o mercado era altamente eficiente na forma fraca, e razoavelmente eficiente na forma semiforte na maior parte do tempo e para a maioria das ações, visto que o preço intrínseco era aproximadamente igual ao preço de mercado real. Porém, grandes mudanças ocorriam periodicamente, fazendo com que as ações variem fortemente para baixo ou para cima. Os autores acrescentaram, ainda, que os aspectos dessa teoria eram importantes para o administrador, sobretudo no momento de emitir, recomprar ou adquirir ações. Baseados na teoria HME, o mercado sempre precifica adequadamente; assim, quando um administrador toma decisões considerando que os preços estão avaliados inadequadamente, o mercado supõe que esse administrador beneficiar-se-ia de informações privilegiadas, contrariando os princípios de transparência.

2.4 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Outra parte dos estudos acadêmicos de finanças, que deve ser considerado pelo administrador na prática de valorizar o investimento do acionista, são as questões apontadas em finanças comportamentais. Embora os pressupostos dessa teoria sugiram o contrário da HME, o exercício aconselha que seja apreendido o melhor proveito de ambos os ensinamentos (BURTON; SHAH, 2013).

As finanças comportamentais analisam a influência das emoções humanas nas decisões financeiras e combinam as teorias psicológicas com as econômicas para demonstrar o comportamento irracional do mercado. Concentram-se no trabalho dos psicólogos israelenses Kahneman; Tversky (1979), denominado Teoria do Prospecto: Uma análise da decisão sob risco (do inglês, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*). As pesquisas desses psicólogos, no período de 1974 a 1979, permitiram a análise do comportamento dos investidores frente aos riscos e tomada de decisões (FERREIRA; SILVA; GUILHERME, 2009).

Lucchesi (2010) ponderou que os modelos racionais eram insuficientes para explicar o comportamento do mercado, uma vez constatado que o comportamento do indivíduo era afetado por fatores cognitivos ao invés de evidências. Esse conhecimento preencheu a lacuna do paradigma tradicional, ao compreender melhor o mercado, por uma nova abordagem, e respectivos fenômenos financeiros.

Para Rogers; Favato; Securato (2008), os indivíduos tendiam a considerar resultados corretos em detrimento aos prováveis. Esse efeito certeza contradiz o princípio de ponderar vantagens, de acordo com seu possível resultado, uma vez que propendiam a simplificar os processos de escolha, por meio de opções inconsistentes.

Dois aspectos devem ser considerados, pelos executivos, frente a essa nova abordagem de finanças, o primeiro refere-se às suas próprias decisões, caso estejam amparadas em fundamentos técnicos racionais; o segundo seria considerar o comportamento do mercado na tomada de decisão, analisando o cenário, contemplando os elementos comportamentais, apreendendo os impactos de suas ações no contexto, atuando de forma transparente para mitigar os efeitos nocivos que determinados comportamentos podem causar à companhia (BAZERMAN; MOORE, 2013).

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A dinâmica do mercado financeiro e a necessidade de recurso para desenvolver projetos impulsionaram diferentes estruturas de propriedade. A configuração das companhias foi se transformando e criando características que reforçaram a necessidade de elaborados instrumentos e controles administrativos. A diferença de interesse dos administradores e acionistas passou, então, a ser destacada, favorecendo a concepção de mecanismos para equilibrar essa falsa dicotomia (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008).

Segundo Silveira (2002), para atender a essa demanda de harmonização de relação entre gestores e acionistas, foi concebido um conjunto de mecanismos internos e externos, denominado governança corporativa.

Carvalho (2002) descreveu a governança corporativa como “mecanismos e princípios que governam o processo decisório em uma empresa”. Esse conjunto de regras tinha propósito de minimizar os conflitos e interesse entre os acionistas e administradores, denominado problema do agente-principal, para que as decisões concatenassem com o interesse do principal.

É importante destacar, também, que a cultura, a legislação e a configuração de mercado, determinam o sistema de governança em um país. O conflito de agência não ocorre somente em países com estrutura de propriedade pulverizada. Em países como o Brasil, por exemplo, cuja característica de propriedade é altamente concentrada, o conflito ocorre entre os acionistas majoritários e minoritários. Com a emissão das ações preferenciais e a estrutura de propriedade piramidal, os acionistas majoritários controlam a empresa, podendo expropriar a riqueza dos minoritários (MELEGA, 2011).

La Porta; Lopez-De-Silanes; Shleifer (1999), ao avaliar a concentração de estruturas de propriedade de grandes empresas em 27 economias ricas do mundo, constataram, entre outros achados, que países com maior proteção legal ao acionista minoritário apresentavam ambiente mais favorável ao aquecimento do mercado de capital e maior valorização das empresas.

Silveira; Barros; Famá (2003) constaram que, em 2002, a concentração média de votos de acionistas controladores, em companhias abertas brasileiras não financeiras (161 com maior liquidez) era de 75%, bem como que a concentração média de propriedade era de 54%. Verificaram, ainda, que as referidas empresas detinham papéis pouco valorizados, podendo significar que não investiram em projetos para maximizar o valor ao acionista ou não distribuíram adequadamente os proventos aos minoritários.

Okimura (2003) observou que, no Brasil, a separação entre o direito de controle e de direito de fluxo de caixa existia, principalmente, devido à emissão de ações preferenciais por muitas empresas. Em estudo mais atual, Peixoto; Buccini (2014) investigaram a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), nos anos de 2004, 2006 e 2008, e procuraram a relação entre a concentração de direitos de voto e a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa com desempenho e valor das empresas. Constaram que, no Brasil, ainda havia alta concentração de controle sob o poder de poucos acionistas, embora o percentual de empresas com esse perfil estivesse diminuindo no período estudado, bem como que a estrutura mais concentrada possuía valor e desempenho inferiores. Observaram, também, que a razão capital votante sobre capital total havia, igualmente, diminuído, assim como os acionistas de empresas familiares, de empresas de capital privado e estatais vinham perdendo espaço na composição acionária das organizações, dando lugar aos acionistas institucionais, estrangeiros e acionistas pulverizados.

O papel do Conselho de Administração destaca-se nesse cenário de conflito de interesses, visto que é designado para garantir a eficiência dos atos dos administrativos, afirmando que provoquem resultados positivos para os acionistas (IBCG, 2009).

Holtz et al. (2013) verificaram, por meio de técnicas estatísticas, que as maiores empresas listadas na BM&FBOVESPA, com mais ativo intangível e maior endividamento possuíam conselhos superiores, denotando a necessidade de aconselhamento e monitoramento, e aquelas empresas com maior fluxo de caixa

operacional utilizavam-se de conselhos menores, para amenizar os conflitos decorrentes do excesso de caixa.

Outro ponto a ser destacado, refere-se à complexidade das companhias e o emprego de mecanismos de governança, uma vez que é natural presumir que quando maior e mais intrincada a estrutura da Companhia, mais instrumentos de controle serão necessários. Entretanto, verificou-se que as maiores companhias americanas listadas no *ranking* da revista *Fortune 1000 Company*, não apresentavam relação significativa entre o porte ou a complexidade das estruturas das companhias e a utilização de mecanismos de governança corporativa (BUSHMAN et al., 2004).

Nessa mesma linha, Assunção et al. (2014) pesquisaram a complexidade das organizações e o alinhamento de interesses, entre o principal e o agente, promovido pelos mecanismos de governança corporativa. Por meio de avaliação estatística das 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil, por valor de mercado, de acordo o *ranking* da revista Exame, Melhores e Maiores, edição 2012, concluíram que, apesar de requererem a adoção de melhores práticas de gestão, as empresas possuíam grau inferior de governança corporativa, não sendo observada relação direta entre o grau de complexidade e de governança.

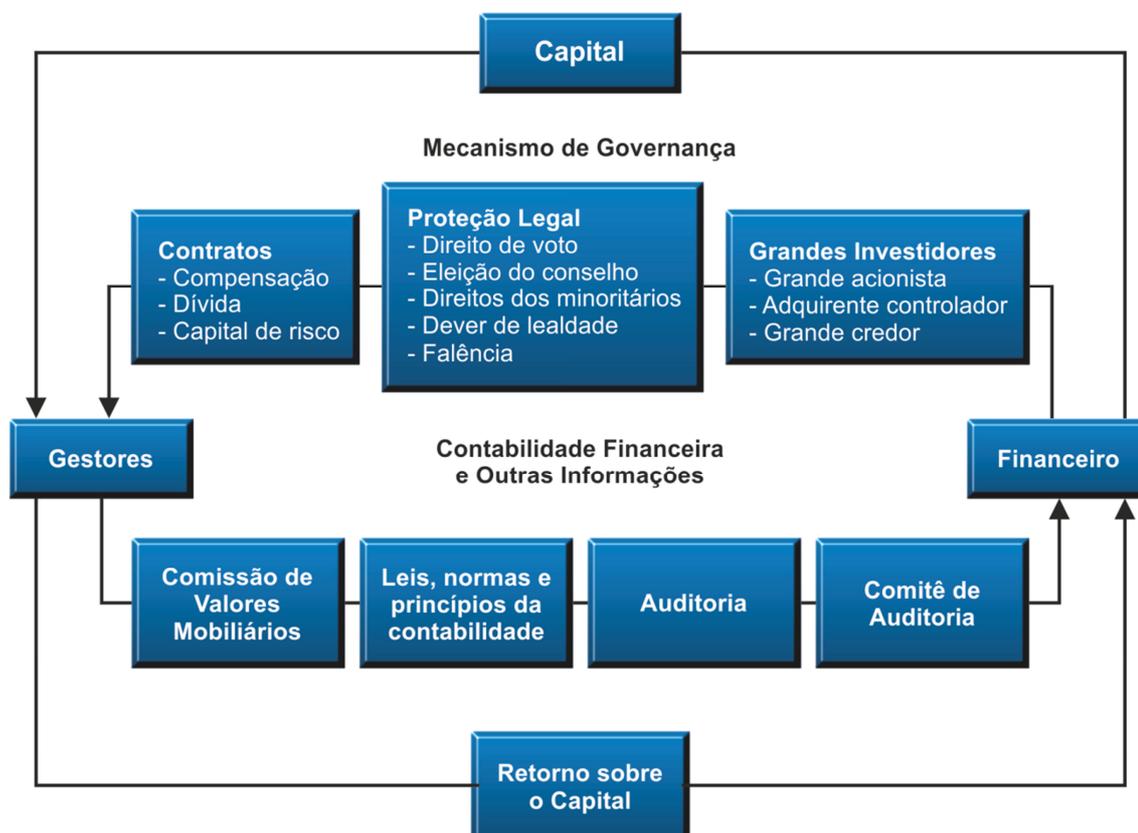
Vale lembrar que, em resposta a essa necessidade de aderência aos mecanismos de governança, várias iniciativas podem ser apontadas (BUSHMAN et al., 2004). O IBGC foi organizado para atender parte desse anseio da sociedade brasileira. Criado em 1995 com o propósito de fortalecer a atuação dos conselhos de administração e outros órgãos de controles empresariais, posteriormente foi ampliado para abranger outros temas associados, como questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente (IBCG, [1995?], 2009).

Com a finalidade de consolidar as recomendações de boas práticas de governança, o IBGC desenvolveu um código que se encontra na 4ª edição, publicada em 2009. Essa iniciativa une-se a tantas outras relevantes orientações e determinações legais, como a Lei das S&A e a Lei *Sarbanes-Oxley* (ESTADOS UNIDOS, 2002), no sentido de promover o atendimento aos princípios básicos de

governançacorporativa nas dimensões de: Transparência ⇒Disponibilizar, espontaneamente, informações relevantes às partes interessadas; Equidade ⇒Oferecer tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas; Prestação de Contas (*accountability*) ⇒Os órgãos de administração devem prestar contas de sua atuação assumindo, integralmente, as consequências de seus atos e omissões; e Responsabilidade Corporativa ⇒Agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações,com foco em sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações(IBCG, 2009).

Sloan (2001) ilustrou o papel da Contabilidade Financeira e dos Mecanismos de Governança Corporativa para facilitar a visualização da separaçãointer gestão e financiamento (FIGURA 1):

FIGURA 1 -CONTABILIDADE FINANCEIRA E MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA



Fonte: Adaptada e traduzida livremente pela autora de Sloan (2001).

Códigos, princípios e leis asseguram o exercício do direito, a segurança, o bem estar da sociedade, entre outros. Essas regras, em geral, são impostas e correspondem ao anseio da sociedade. A prática rotineira desses regramentos modificam, naturalmente, os comportamentos estabelecendo costumes reconhecidos e absorvidos socialmente. A governança corporativa derivou da necessidade de transformação do ambiente empresarial, buscando ajustar sua conduta aos princípios que conduzem ao bem estar comum (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004).

2.6 TEORIA DA AGÊNCIA

Segundo Barrionuevo Filho (1987), o surgimento das grandes corporações, a intensificação da dispersão acionária em 1930 e a publicação dos estudos de Berle; Means, em 1932, marcaram o início das discussões mais frementes sobre controle administrativo e a propriedade acionária, sendo que os autores constataram a ruptura do átomo da propriedade em duas partes, *has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it* (separação entre propriedade acionária e controle administrativo).

Para retratar a origem a Teoria da Agência é importante destacar a contribuição de Coase (1937), com o artigo *The Nature of the Firm*, pois suas proposições redirecionaram o pensamento econômico. Embora criticada, a abordagem provocou discussão sobre os tradicionais paradigmas da Teoria Econômica. Para o autor, o conceito de custos de firma ultrapassou as alocações de insumos e produtos, pois envolvia, também, custos de transação, dos quais derivava o custo de agência. Verificou, ainda, a existência de custos implícitos pelo uso do sistema de preços para alocar recursos.

Estes custos são explicados pela racionalidade limitada dos agentes que ao contratar o uso destes fatores, via mercado, exigem aquisição de informações, processamento destas informações e sua operacionalização (barganha/negociação) entre as partes envolvidas (ARAÚJO JÚNIOR, 1996).

A necessidade de coordenar recursos administrativa e internamente, nas companhias, manifestar-se-ia sempre que os custos de transação fossem elevados

em relação aos custos de provimento da estrutura organizacional. Assim, a companhia forneceria um método de coordenação alternativo ao mercado. Araújo Júnior (1996) concluiu que esse método possuía custo também e era, por vezes, imperfeito.

Alchian; Demsetz (1972) agregaram conceitos na teoria desenvolvida por Coase (1937), cujo foco relacionava-se aos custos de gerenciamento, afirmando que quanto menor o referido custo maior seria a vantagem competitiva da companhia. Desenvolveram, ainda, conceitos sobre a importância do monitoramento da atividade operacional da empresa, do enfoque na orientação para produção e sobre a remuneração vinculada ao desempenho. A aceitação desses, entre outros pressupostos, fez acirrar a discussão sobre o comportamento oportunista ou ineficiente dos administradores.

Jensen; Meckling (1976) buscaram integrar as teorias de agência (*Agency Theory*), dos direitos de propriedade e das finanças para sistematizar os conceitos dos “Custos de Agência” (*Agency Costs*). Enfocaram os conflitos de interesse do principal (acionista) com os agentes (administradores) e, conforme os próprios autores, “investigada a natureza dos custos de agência resultantes da presença de capital de terceiros e capital próprio externo, demonstrando quem arca com os custos e qual o motivo”. Assim, denominaram como relação de agência o contrato pelo qual um ou mais acionistas empregavam e delegavam poderes aos agentes para que pudessem executar serviços. Contudo, não necessariamente, os agentes agiam para corresponder de forma integral às expectativas do principal, especialmente se a situação envolvesse decisões que atendessem seus próprios interesses. Para minimizar a má conduta, poderiam ser implementados mecanismos de incentivo e/ou monitoramento; no entanto, as referidas ações também implicariam em custos. Os autores garantiram que não haveria como atingir um ponto de equilíbrio entre os interesses do principal e do agente, bem como que sempre existiriam decisões dos agentes que, em alguma medida, estaria em discordância com a maximização de valor para o principal. O custo atribuído a essa redução do bem estar do principal denominaram residual. Assim, definiram, como custo de agência gerado por acordos contratuais entre os acionistas e a alta administração da

empresa, a soma das despesas de monitoramento por parte do principal; as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; e do custo residual. Os autores salientaram que o desafio de induzir o agente a comportar-se de forma a atender às expectativas do principal, ocorre em vários tipos de relações organizacionais, bem como em qualquer grau da administração. Finalmente, concluíram que os custos de agência representavam um mal necessário; pois, as empresas de capital aberto cresciam, as pessoas (investidores, acionistas, credores) entregavam recursos, continua e voluntariamente, para administradores e depositavam suas garantias de retorno em intrincados contratos.

2.7 OBJETIVOS E METAS DE LONGO PRAZO

Lambert (2001) argumentou que a teoria de agência apontou as principais características do conflito de agência como: (a) Desídia do administrador; (b) Desvio de recursos para benefício próprio; (c) Problemas de horizonte, quando o administrador não se preocupa com os resultados futuros; (d) Aversão ao risco, que poderia, também, comprometer ações adequadas para o longo prazo.

Acredita-se que o mercado de capitais possui foco nos lucros de curto prazo, embora não explique os elevados valores atribuídos pelo mercado às Companhias emergentes da *internet* que, frequentemente, não têm lucros ou produtos à venda, demonstrando uma expectativa de longo prazo por parte dos investidores (COPELAND et al., 2002).

Em pesquisa realizada por Graham; Harvey; Rajgopal(2005), com 401 executivos financeiros para verificar os fatores que promoviam decisões relativas à divulgação dos lucros, concluíram que a referida métrica era considerada fundamental para o público externo, impulsionando o esforço no curto prazo em detrimento a resultados de valor econômico significativo. Destacaram que 55% dos gerentes evitariam iniciar um projeto com Valor Presente Líquido (VPL) positivo, caso correspondesse a resultados trimestrais abaixo do esperado.

Santos (2012) comentou que esses fatos, provavelmente, explicavam o motivo pelo qual estudos constataram que quando o lucro contábil, ou qualquer meta que dele derive, era a base do sistema de recompensa o contrato estabelecido tendia a incentivar o comportamento oportunista dos gestores.

Assaf Neto (2003) mencionou que o propósito dos administradores era o de atender as expectativas dos acionistas, ou seja, o retorno positivo do capital investido. Para realizar esse intento seria necessário compreender os denominados direcionadores de valor. Para explicar esse conceito, o autor remeteu a Damodaran (2001), que descreveu três aspectos da opção pelo mercado de ações como parâmetro para maximizar o valor ao acionista: (a) O mercado incorpora rapidamente as informações, reagindo em congruência à demonstração de otimismo ou ceticismo pelos resultados esperados, por parte dos administradores, que reflete no preço das ações; (b) O preço de uma ação é a medida de riqueza do acionista, que pode realizar a venda e obter ganhos imediatos; (c) O preço da ação reflete, em um mercado racional, o desempenho das medidas adotadas pela empresa em longo prazo.

Jensen; Meckling (1976) asseveraram que expectativas de vendas futuras do capital próprio externo, e do capital de terceiros alterariam os custos e os benefícios que o administrador auferira para si mesmo, em curto prazo, à custa dos acionistas.

Santos (2012) pesquisou se, em contratos, o uso do lucro econômico comparado ao lucro contábil motivava os indivíduos a agir de forma alinhada aos objetivos de longo prazo da empresa. Os maiores resultados referiam-se aos indivíduos incentivados com base no lucro econômico, já que para alcançarem as metas propostas optaram por decisões mais eficientes para maximizar o Valor Presente Líquido dos fluxos de caixa futuros da empresa. Assim, concluiu que o uso do lucro econômico em contratos de incentivos foi útil a mitigar a visão em curto prazo, promovendo aumento do esforço congruente com objetivos de longo prazo.

Bazerman; Moore (2013), ao tratar de processo de decisão gerencial, apontaram uma forte tendência para busca de recompensas imediatas em detrimento a decisões voltadas à sustentabilidade. Essa constatação reforçou a

necessidade de estabelecer objetivos de longo prazo, obrigando o executivo a agir de forma mais racional.

Métricas de saúde estratégica de longo prazo devem mostrar a capacidade de a empresa sustentar suas atividades operacionais, assim como identificar e explorar novas áreas de crescimento. Para isso, é necessário estar atento a novas tecnologias, mudança na opinião pública e preferência dos clientes (DOBBS; KOLLER, 2005).

2.8 REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO

O exercício do cargo de administração demanda alto grau de conhecimento e especialização, além disso, expõe o profissional a elevados riscos e desgastes, requerendo, portanto, boa remuneração (GUEDES; CASTRO, 2012).

Zimpeck (1990) definiu remuneração como a compensação financeira oferecida pela empresa, em retribuição ao trabalho produzido. Mencionou que os padrões sociais admitiam que o empregado atuasse estimulado, principalmente, pela ambição, pelo orgulho profissional, pela necessidade de reconhecimento social e pela compensação financeira.

Wood Jr; Picarelli Filho (2004) explicaram que remuneração funcional era a forma mais tradicional de pagamento, estabelecida por meio de um plano de cargos e salários com função determinada e ajustada ao mercado de trabalho. Na prática, as empresas estabeleciam cargos de acordo com a complexidade da atividade e responsabilidades da função, atribuindo um valor fixo para a remuneração aderente às referidas atribuições e considerando o praticado no mercado.

Zimpeck (1990) esclareceu que o valor do salário/remuneração escapava ao controle empresarial, visto que dependiam de elementos externos como legislação, qualidade/qualificação dos profissionais, estrutura econômica do país e práticas de relações locais com os empregados.

As atuais estruturas empresariais, complexas, o mercado competitivo, clientes e sociedade exigentes, têm forçado os administradores a rever seus instrumentos e técnicas administrativas. Para se adequar a esse mutante contexto, os administradores têm utilizado novas tecnologias, alterado estruturas organizacionais, redesenhado processos de trabalho, o que implica em significantes mudanças para operacionalizar os sistemas de recursos humanos (LAWLER; BOUDREAU, 2012). Na verdade, esse conceito expande-se uma vez que a questão envolve a intrincada relação trabalho e no caso da remuneração de executivos, os problemas do agente-principal(LAWLER; BOUDREAU, 2012; LAMBERT, 2001).

Moreira (2005) afirmou que a formatação conferida pelo salário tradicional (fixo), cumpria sua missão quando havia delimitação de tarefa possível de ser supervisionada, mas a contemporaneidade trouxe uma forma de trabalho imaterial, que vale mais pelas diferenças que propriamente pelas semelhanças.

Para responder a essa necessidade foi preciso desenvolver um tipo de remuneração capaz de comprometer o profissional com os resultados da organização. Assim, as empresas passaram a utilizar a remuneração variável, cujo pagamento era vinculado ao resultado de metas previamente estabelecidas. Essas metas deveriam ser capazes de promover a agregação de valor para empresa, estimular o profissional ao alcance dos resultados e reconhecê-lo por sua contribuição(CHIAVENATO; SAPIRO,2004).

Ehrhardt; Brigham(2012)consideravam que empregados bem qualificados, em todas as áreas da empresa, eram uma das principais qualidades das empresas bem sucedidas, bem como que para conservar empregados qualificados era necessário estimular, desenvolver e aprimorar suas capacidades.

Conforme Copeland et al. (2002), as empresas, que almejavam criar valor organizacional usaram incentivos financeiros para recompensar e reter os

empregados com melhor desempenho; assim, recomendavam considerar alguns princípios na elaboração de um sistema de incentivos adequados:

- a) Estabelecer piso salarial superior à mediana de mercado.
- b) Vincular pagamentos de forma significativa com base no desempenho.
- c) Observar que tetos de bonificação limitam, também, a ação dos administradores ao alcance, e não superação, da meta estabelecida.
- d) Criar mecanismos que limitem a distribuição de remuneração, caso as ações para atingir as metas não respeitem regras empresariais ou legislação em vigor.

O trabalho do executivo, por sua vez, possui essencialmente essa natureza de contribuição subjetiva, em que apenas supervisionar não garante a efetiva contribuição. Obstante a toda complexidade de estabelecer-se uma remuneração justa, estimuladora e que atenda a preceitos legais, quando o profissional que se pretende remunerar é o executivo, os custos de agência e os respectivos mecanismos necessários para mitigá-los devem ser considerados (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Jensen; Meckling (1976) salientaram a questão de conflitos de interesse entre o dono da empresa, denominado principal, e o contratado para administrar a empresa, denominado agente. Quando o agente atua para maximizar seus interesses podem ocorrer prejuízos na criação de valor para o principal. Novamente, a remuneração pode ser utilizada para provocar o alinhamento desses interesses.

Na abordagem do custo de agência, Jensen; Meckling (1976) afirmaram que, ao especificar os direitos individuais (tantos implícitos como explícitos), também se determinava como os custos e as recompensas seriam distribuídas entre os participantes em qualquer organização. O comportamento individual nas organizações dependeria da natureza desses contratos; contudo, seria impossível ao principal e ao agente manter a relação de agência a custo zero.

Bebchuck; Fried (2004) concluíram, após pesquisa, que os administradores possuíam grande influência em projetos que definiam sua própria remuneração; assim, a compensação do executivo deveria ser encarada não só como instrumento para o problema do agente-principal, mas, também, como parte do próprio problema do agente-principal.

Posto que a remuneração possa ter uma parte vinculada a resultados, as metas a serem alcançadas devem estabelecer desafios que agreguem valor para a empresa. Os objetivos da empresa, em geral, estão definidos em Planos Estratégicos (KAPLAN; NORTON, 1996). Para Chiavenato; Sapiro (2004), o planejamento deveria maximizar os resultados e diminuir as deficiências, sendo os propósitos estratégicos aqueles que impactam na direção e viabilidade da organização.

Dutra (2004) defendeu o conceito de integração entre competências individuais, requeridas pela organização, para seus profissionais e os propósitos estratégicos estabelecidos.

Wood Jr; Picarelli Filho (2004) destacaram a importância da congruência entre a estratégia estabelecida pela empresa, os indicadores de desempenho organizacional, de desempenho individual e a remuneração. Mencionaram que a finalidade da remuneração estratégica era a de cumprir essa missão.

Minamide (2009) definiu remuneração estratégica como um conjunto de diferentes maneiras de remunerar os empregados, afirmando que a remuneração estratégica deveria considerar todo contexto em que a organização se insere, suas características e o planejamento atual e futuro.

Além de considerar o contexto no qual a empresa está inserida e seus propósitos estratégicos, a remuneração estratégica possui a característica de reunir o sistema de pagamento aos empregados, que abrange o salário fixo, o salário indireto (benefícios como vale refeição, alimentação, assistência médica), planos previdenciários, remuneração variável, entre outras (KRAUTER, 2009).

Condicionar recompensas a medidas de desempenho é uma ação atraente e arriscada, visto que as medidas utilizadas podem estar incorretas e trazer consequências indesejadas ou inesperadas (KAPLAN; NORTON. 1996).

Oliva; Albuquerque (2007) verificaram a tendência da expansão da remuneração variável para os administradores e sugeriram que esse fato exige aperfeiçoamento dos mecanismos de controle.

Para Pereira Filho; Wood Junior (1995) seria necessário desvincular a visão da remuneração como custo, encarando-a como um componente fundamental para o aperfeiçoamento da organização. Para cumprir esse intento dever-se-ia utilizar a remuneração estratégica, que representa uma forma de ligação entre realidade das organizações e novo mercado competitivo, que ocorre de duas formas: (1) Considerando-se todo o contexto organizacional, ou seja, a estratégia, a estrutura e o estilo gerencial. A concepção do sistema de remuneração deveria contemplar o que a empresa é hoje e onde deseja chegar; (2) Remunerando os indivíduos pelo conjunto de fatores que afetam sua contribuição para organização. Por conseguinte, as atribuições e a responsabilidade devem ser consideradas ao projetar-se um sistema de remuneração como conhecimentos, habilidades, desempenho, resultado e evolução de carreira. Asseveraram, ainda, quanto à dificuldade de elaborar-se um sistema adequado de remuneração, devendo contemplar um cuidadoso diagnóstico das características da organização, assim como garantir que o sistema seja funcional e transparente para assegurar aceitação e operacionalização. Outro aconselhamento dos autores é o de que a remuneração do executivo fosse vinculada a metas previamente negociadas.

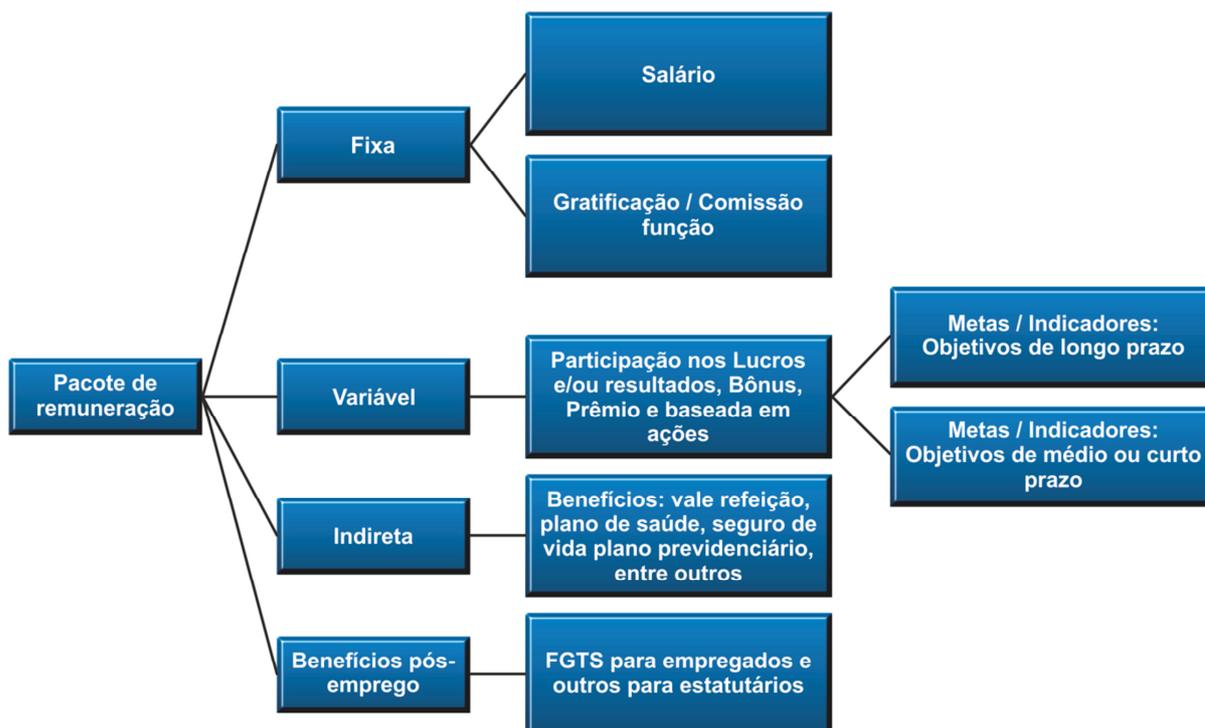
Há diversos tipos de remuneração variável, Motta (2005) citou o prêmio, o bônus, a participação nos lucros ou nos resultados, a comissão por vendas e o programa de ações.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na Instrução CVM nº 480/2009, segmentou a remuneração dos órgãos administrativos em:

- a) Remuneração Fixa: honorários/salário, benefícios, participação em comitês.
- b) Remuneração variável: bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões.
- c) Benefícios pós-emprego.
- d) Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo.
- e) Remuneração baseada em ações, paga em ações ou dinheiro.

A FIGURA2 corresponde ao resumo de um pacote da remuneração de um executivo:

FIGURA 2 - COMPONENTES DA REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO



Fonte: Adaptada de Krauter (2009, p. 44).

Prestes (2014) resumiu vários aspectos dos principais modelos de remuneração variável (QUADRO 1).

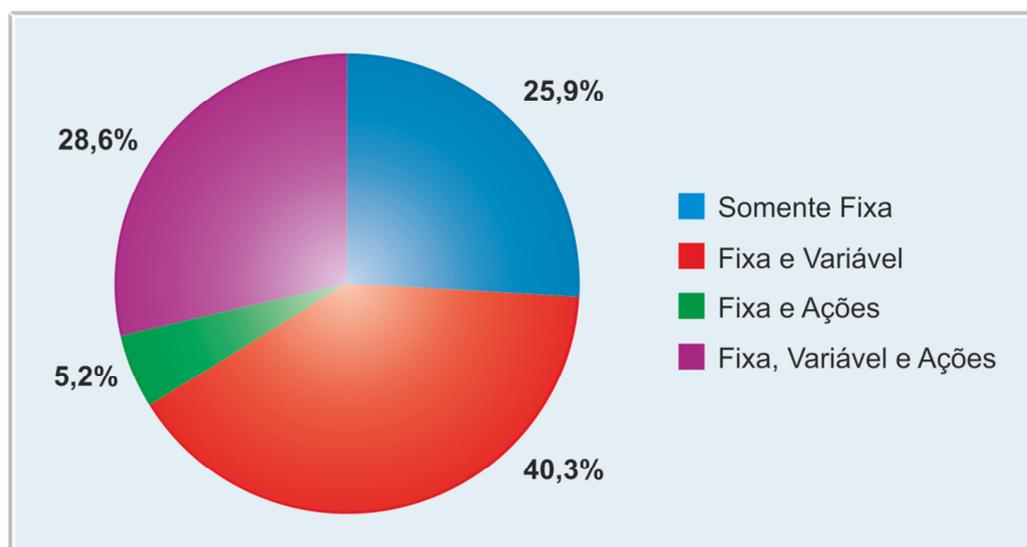
QUADRO1 - TIPOS MAIS UTILIZADOS DE REMUNERAÇÃO VARIÁVEL

	PLR	BÔNUS	STOCK OPTIONS	PHANTOM OPTIONS
NOME LEGAL	Participação Lucros e Resultados	Gratificação	<i>Stock Options</i>	<i>Phantom Stock Options</i>
BASE LEGAL	Constituição e Lei 10.101 de 19.12.2000	CLT	Não é tratado pela Legislação Trabalhista como relação de emprego	Não é tratado pela Legislação Trabalhista como relação de emprego
BASE DE CÁLCULO	Lucro ou Resultados (vendas, absenteísmo, etc.)	Metas são definidas pela Gestão	Metas são definidas pela Gestão	Metas são definidas pela Gestão
PERIODICIDADE DE PAGAMENTO	Máximo de 2 vezes anuais e com período mínimo de 3 meses entre pagamentos	Sem restrições	Sem restrições	Sem restrições
QUEM TEM DIREITO	Deve abranger 100% dos funcionários	A critério da Gestão	A critério da Gestão	A critério da Gestão
ENCARGOS	Não há incidência de encargos trabalhistas e previdenciários	Há incidência	Não há incidência	Há incidência
COMO OFICIALIZAR	Acordo Coletivo com os funcionários e sindicato	Contrato	Contrato social	Contrato

Fonte: Prestes (2014, p. 10).

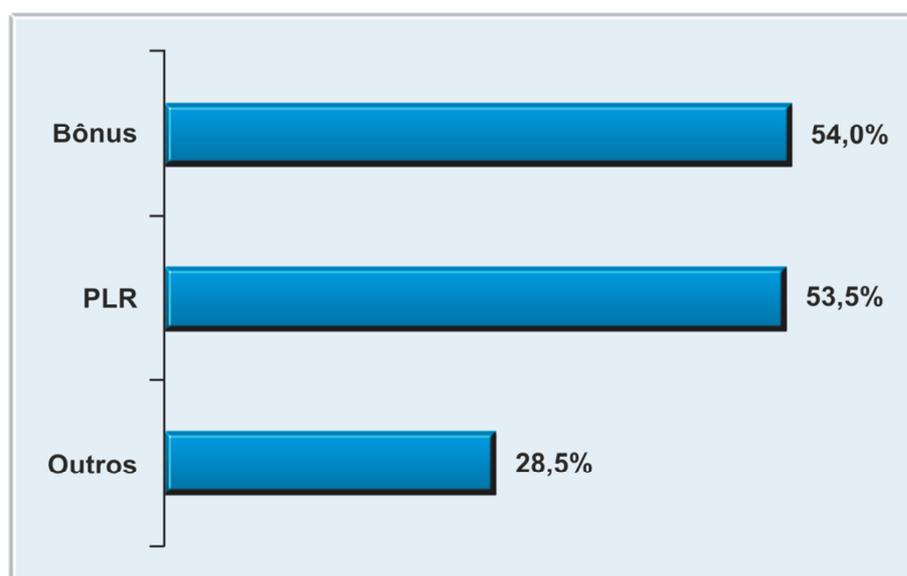
O IBGC desenvolveu quatro ciclos pesquisa de remuneração dos administradores, 2009, 2010, 2011 e 2012, considerando a alta administração e o conselho fiscal de empresas listadas em bolsa no Brasil, bem como por meio de dados extraídos dos respectivos FRs. As FIGURAS 3 e 4 representam o diagnóstico referente ao tipo de remuneração dos executivos (IBCG, 2012).

FIGURA3 - DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA, DE ACORDO COM A ESTRUTURA DA REMUNERAÇÃO ANUAL DOS DIRETORES ESTATUÁRIOS (2012)



Fonte: IBCG(2012, p. 14).

FIGURA 4 - EMPRESAS QUE PAGAM REMUNERAÇÃO VARIÁVEL AOS DIRETORES ESTATUÁRIOS, POR TIPO DE REMUNERAÇÃO VARIÁVEL (2012)¹



Fonte: IBCG(2012, p. 9).

¹ Nota IBGC: consideradas 200 empresas que pagam remuneração variável à Diretoria Estatutária, sendo que os percentuais representam as empresas que aderem a cada tipo de remuneração variável previsto o Formulário de Referência/CVM. Na categoria "Outros", incluem-se participação em comissões e outras variáveis não especificadas. A soma dos percentuais podem superar 100%, pois há empresas que consideram mais de um tipo de remuneração variável.

Castanheira (1996) explicou os tipos de remuneração baseada em ações:

- a) **STOCK OPTIONS**⇒ Oferecido ao empregado ou executivo o direito de compra de um determinado lote de ações, com preço fixado e prazo mínimo para exercer esse direito. Os períodos estabelecidos são, geralmente, de no mínimo um ano e de no máximo de 5 a 10 anos. Ao empregado desobriga-se a exercer o direito de compra, desse modo, não há riscos.
- b) **PHANTOM SHARE**⇒ Semelhante ao *stock options*. Entretanto, a ação é fictícia e seu valor é calculado sobre o patrimônio líquido.
- c) **PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA**⇒ Quando empregado ou executivo recebe uma participação no capital da empresa. Frequentemente, uma cláusula obriga-o a vender sua parcela de ações quando deixa o emprego.

Para Umeda; Lancha; Dias (2013), a remuneração com base nas ações estimula os funcionários a atingir determinadas metas e a tornar-se acionista da entidade, ou obter a oportunidade de ganhar pela diferença entre o valor de mercado das ações, que subscrevem, e o valor da subscrição, propiciando, desse modo, o alinhamento de seus interesses aos dos acionistas. Destacaram, ainda, que existe uma discussão acadêmica e profissional, sobre a responsabilidade da despesa de pagamento baseado em ações, se da empresa ou de seus acionistas:

Afim, não há, quando a remuneração está baseada no direito à subscrição, desembolso efetivo de caixa da empresa, apenas custo de oportunidade porque ela receberá menos do que deverão valer as ações quando da efetiva subscrição e integralização. O ônus dos acionistas, por outro lado, é visível: cada um deles perde um percentual de participação sobre o capital de empresa, por diluição, já que novas ações são subscritas e entregues aos beneficiários do plano (UMEDA; LANCHAS; DIAS, 2013, p. 11).

Dittmann; Maug (2007) argumentaram quanto à dificuldade em calibrar-se um modelo ideal de remuneração do executivo por meio de opções de ações; pois, os executivos poderiam empregá-las como um veículo para a captação de renda dos acionistas, sendo, ainda, uma forma de compensação oculta que não é totalmente percebida pelo mercado e que, talvez, explicasse a resistência dos gestores em contabilização de estoque empregado.

Na pesquisa realizada por Oliva; Albuquerque (2007) observou-se que os controladores, que valorizavam o longo prazo, estruturaram plano de sucessão para CEO² e, por consequência, implementaram políticas mais agressivas de remuneração variável com a finalidade de reter o profissional.

Como se pode observar, as empresas dispõem de diferentes sistemas de remuneração para atrair, reter e motivar seus administradores (CHIAVENATO, 2008). Ao escolher o mecanismo mais adequado à sua organização, devem considerar o planejamento estratégico e seus propósitos estabelecidos. Entretanto, fatores como processos cognitivos e comportamento humano influenciam no modo de agir e de tomar decisão dos indivíduos e, conseqüentemente, as empresas devem preocupar-se com o estabelecimento de mecanismos de controle e incentivo que considere esses aspectos (BAKER; WURGLER, 2013; BANDURA, 1986; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Bandura (1986) observou que a aprendizagem era dividida em quatro processos cognitivos: atenção, retenção, produção e motivação. Segundo o autor, o indivíduo aprende e é motivado ao observar as conseqüências ocorridas em seu ambiente; assim, age e reage de acordo com a característica desse resultado. Por conseguinte, as ações que geram gratificação possuem maior probabilidade de adesão ou de imitação que aquelas cujo modelo é contrário. Desse modo, as empresas que reconhecem os empregados por sua contribuição, financeiramente, podem estabelecer um ambiente estimulador, no qual os indivíduos perseguem metas positivas e adotam um comportamento que favorece a organização.

Aguiar (2009) inovou, ao avaliar a Orientação Temporal dos Gestores (OTG), não somente por meio de pressupostos econômico-financeiros, mas, também, por pressupostos cognitivos, considerando efeitos diretos que o momento da remuneração poderia provocar na OTG. Foram ponderados efeitos interativos entre o tipo de indicador de desempenho, o tipo de avaliação e o momento do recebimento da remuneração. O resultado mais relevante foi o de que a OTG de maior longo prazo poderia ser obtido por meio de plano de remuneração

² CEO é a sigla de *Chief Executive Officer*, designação da pessoa com maior autoridade na hierarquia organização.

que incluisse, ao mesmo tempo, o período de avaliação em longo prazo e a postergação da remuneração.

Por outro lado, a área de economia comportamental envolve a pesquisa da mente humana no enfrentamento de momentos de decisão, de ganhos ou de perdas. Entre outros fatores essa área estuda, ainda, o comportamento gerencial irracional que afasta expectativas racionais e maximização da utilidade esperada (BAKER; WURGLER, 2013).

Gervais; Heaton; Odean (2011) mencionaram que o excesso de confiança tornava o gerente menos conservador e avesso ao risco; as empresas poderiam aproveitar-se desse perfil, oferecendo-lhe uma compensação adequada que o motivasse a procurar projetos valiosos. Contudo, ponderaram que o excesso de confiança poderia, também, fazer com que os gerentes aceitassem contratos de compensação altamente convexos (propensos a riscos) expondo-os a risco excessivo e podendo causar destruição de valor para a empresa.

Bolton; Scheinkman; Xiong (2006) sugeriram que a remuneração vinculada a objetivos de curto prazo, fazia com que o executivo apostasse em investimentos de resultados igualmente de curto prazo, em detrimento aos resultados sustentáveis em longo prazo.

Bénabou; Tirole (2003) concluíram que a melhor opção de remuneração vinculada a objetivos era a de contrabalançar objetivos de curto e longo prazo, pois o foco excessivo no longo prazo poderia fazer com que o executivo desprezasse projetos que pudessem levar vantagens para empresa.

Tian; Twite (2011) encontraram influências diferentes na avaliação da remuneração do executivo baseada em ações nas indústrias australianas, com forte concorrência e sem concorrência, demonstrando que o instrumento era mais eficaz para a produtividade empresarial, quando a indústria não atuava em mercado competitivo.

Estudos realizados por Jensen; Murphy (1990), não identificaram relação significativa entre o enriquecimento dos executivos e dos acionistas. Sugeriram que fatores exógenos contribuíram com a formação dos valores distribuídos e pagos aos executivos, especialmente quando ocorria forte divulgação desses dados. Opiniões de sindicatos, mídia, consumidores, políticos, entre outros, reservavam grandes recompensas para um desempenho excepcional. Concluíram que a remuneração dos administradores, não estava puramente vinculada ao seu desempenho.

Jensen, Murphy e Wruck (2004) forneceram dados interessantes sobre a relação entre a estrutura de governança e as práticas de remuneração ao executivo. Mencionaram que os danos à reputação dos administradores, bem como das companhias, devido a escândalos corporativos eram recorrentes, indicando que o bom funcionamento da empresa e os sistemas de monitoramento ajudavam a garantir, não apenas o sucesso organizacional, mas o sucesso profissional do administrador.

O QUADRO 2 corresponde a estudos, cujo foco foi o de identificar se a política de remuneração oferecida aos gestores e/ou executivos e/ou metas de desempenho geraram valor à empresa e ao acionista.

QUADRO 2 - RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO PAGA AO EXECUTIVO/GESTOR, METAS DE DESEMPENHO E A GERAÇÃO DE VALOR À EMPRESA E AO ACIONISTA.

TÍTULO	AUTOR(ES)	TIPO / ENTIDADE
OBJETIVO	MÉTODO	CONCLUSÃO
<p>Efeitos da gestão baseada em EVA® nas decisões intertemporais: um estudo com gerentes de vendas</p> <p>Investigar o lucro residual para os propósitos de incentivo e a sua influência no comportamento dos gerentes, especificamente em decisões de Orientação Temporal de Longo Prazo (OTLP).</p>	<p>Pinheiro; Galdi; Oyadomari (2012)</p> <p>Por meio de um questionário respondido por 97 gerentes de vendas, de duas empresas, construíram a variável dependente: “decisões intemporais dos gerentes das unidades de negócio”, e utilizaram como variáveis independentes: “utilização do EVA® para a avaliação de desempenho gerencial”, indicadores contábeis-financeiros e não financeiros, variável moderadora: “incerteza ambiental” e variáveis <i>dummy</i>: “empresa (A ou B)” e “tempo de casa”. Realizaram os estudos por meio de análise dos mínimos quadrados ordinários.</p>	<p>Artigo / RAUSP</p> <p>Os resultados dos testes não confirmaram a hipótese de que a avaliação de desempenho baseada no EVA®, usada para os propósitos de incentivo, afetou, positivamente, as decisões intertemporais. Entretanto, quando analisadas de forma conjunta, as três categorias de indicadores de desempenho explicavam a OTLP com significância estatística.</p>
<p>Relação entre os Sistemas de Incentivos oferecidos aos Gestores e Desempenho das Empresas Brasileiras</p> <p>Verificar a existência de relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas brasileiras que compunham o índice IBrX da BM&FBovespa.</p>	<p>Gonzaga; Yoshinaga; Eid Junior (2013)</p> <p>Por meio do relatório de referência, de 2009 a 2010, analisaram e trataram os dados, utilizando técnicas de análise de dados com modelo em painéis com efeitos fixos e aleatórios. Empregaram as seguintes variáveis: Dependente ⇒ Percentual de remuneração variável contida no geral da remuneração; Independentes ⇒ Desempenho empresarial medido pelo ROE, retorno e lucro por ação; Controle ⇒ Tamanho da empresa.</p>	<p>Artigo / Contabilidade Vista & Revista</p> <p>Os resultados sugeriram evidências de relação entre incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas da amostra e, ainda, características das empresas como seu tamanho relacionavam-se aos índices de incentivos oferecidos, indicando que, os incentivos oferecidos aos gestores eram, em parte, influenciados pelo tamanho das empresas.</p>

Continua folha 1-4 (...)

(...) Continuação folha 2-4

TÍTULO	AUTOR(ES)	TIPO / ENTIDADE
Associação entre a remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da América Latina	Costa; Teixeira; Galdi (2013)	Artigo - EnANPAD
Verificar a possível associação entre o desempenho econômico e a presença de sistemas de incentivos oferecidos aos gestores das empresas da América Latina com ADR's negociadas na bolsa de Nova Iorque, no período de 2002 a 2010.	Para testar a hipótese utilizaram dados coletados a partir do relatório 20-F e do <i>software</i> Economatica. Variáveis usadas: Dependente \Rightarrow Incentivo aos gestores (binária 1= possui e 0 não possui); Independentes \Rightarrow Remuneração, setor econômico da empresa, ROE, retorno de ação, crescimento de vendas; controle: estrutura de propriedade, tamanho da empresa. Para testar a hipótese aplicaram o modelo de regressão probit.	Os resultados mostram indícios de que a presença de incentivos oferecidos pelos gestores não se relacionava ao desempenho econômico das empresas da amostra. As evidências encontradas sugeriram a inexistência de associação que representasse significância estatística entre as medidas de retorno e o fato das empresas da amostra oferecer incentivos aos gestores.
Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras	Krauter (2013)	Artigo / Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade
Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras.	Os dados da pesquisa foram coletados de dois bancos de dados: a) Programa de Estudos em Gestão de Pessoas (PROGEP); b) Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI). A amostra não probabilística foi formada por 82 empresas não financeira. As variáveis independentes remuneração: salário mensal médio, salário variável médio e três índices criados para pesquisa: benefícios, carreira e desenvolvimento (2008). As variáveis dependentes desempenho financeiro foram: crescimento das vendas, ROE e ROA dos exercícios sociais 2008 e 2009. O porte das empresas e o setor de atuação foram utilizados como variáveis de controle. O método foi análise de regressão linear múltipla, e o do teste de correlação de Spearman.	Os resultados do teste de correlação de Spearman apontaram a existência de relação significativa entre remuneração financeira e desempenho financeiro. E os resultados da análise de regressão linear múltipla mostraram a existência de relação significativa entre remuneração financeira e desempenho financeiro e entre remuneração não financeira e desempenho financeiro.

Continua folha 3-4 (...)

(...) Continuação folha 3-4

TÍTULO	AUTOR(ES)	TIPO / ENTIDADE
OBJETIVO	MÉTODO	CONCLUSÃO
<i>Executive compensation structure, ownership, and firm performance</i>	Mehran (1995)	Artigo - <i>Journal of Financial Economics</i>
Estudar a relação entre a estrutura de remuneração dos executivos e desempenho da empresa.	Examinou a estrutura de remuneração de 153 executivos de selecionados aleatoriamente entre 1979-1980, por meio dos mínimos quadrados ordinários (OLS) para avaliar sua relação com o desempenho da empresa (entre outros testes). Usou variáveis de estrutura da remuneração, estrutura de propriedade e controle, Q de tobin, ROA, entre outras.	Concluiu, para o aspecto citado, que o desempenho da empresa estava positivamente relacionado ao percentual remuneração dos executivos baseada em ações. Também sugeriu que “a forma”, ao invés do grau, da compensação era a razão da motivação dos gestores a aumentarem o valor da empresa.
<i>Do stock options overcome managerial risk aversion? Evidence from option exercises</i>	Heron; Lie (2013)	Artigo - <i>Northeastern University</i>
Verificar se a remuneração por meio de concessões de opções incentivavam os executivos para assumirem riscos.	Examinaram a questão estudando os padrões de exercício da opção de concessões e das próprias opções. Realizaram testes estatísticos entre eles de regressão usando variáveis como ações imediatamente vendidas ou ações não imediatamente vendidas, prazos de negociações, estoque preço das ações em vários momentos. entre outras.	Concluíram que os executivos eram menos propensos a exercer suas opções cedo, e que as concessões de opções eram incentivos para estimular os executivos a arriscarem mais.
<i>Corporate governance and backdating of executive stock options. Rochester: Social Science Research Network</i>	Collins; Gong; Li (2009)	Artigo - <i>Contemporary accounting research: A Journal of the Canadian Academic Accounting Association</i>
Investigar se a fraca Governança Corporativa contribuiu para a incidência da prática de <i>backdating</i> nos prêmios de opções dos executivos.	Com base em uma amostra de empresas do S&P 1500, que evidências de <i>backdating</i> , durante o período de 1998 a 2004. Dentre as avaliações estatísticas aplicaram o modelo de regressão logístico em que a variável dependente é uma variável <i>dummy</i> para apresenta ou não <i>backdating</i> , usaram ainda uma série de variáveis de controle para os aspectos do Conselho de Administração e Comitê de Remuneração, Estrutura Acionária e características da empresa.	Concluíram que as empresas com estruturas de governança mais fracas permitiu que os CEOs exercessem maior influência sobre o Comitê de Administração e Remuneração. Além disso, verificaram que a tendência de <i>backdating</i> era mais forte quando as opções de ações eram mais importantes na remuneração do CEO e quando diretores recebiam concessões de opções na mesma data que o CEO. Segundo os autores, essas constatações confirmaram que problemas de agência afetavam negativamente a agregação de valor para o acionista.

Continua folha 4-4 (...)

(...) Continuação folha 4-4

TÍTULO	AUTOR(ES)	TIPO / ENTIDADE
OBJETIVO	MÉTODO	CONCLUSÃO
Lucky CEOs	Bebchuk; Grinstein; Peyer (2006)	Artigo - <i>The Journal of Finance</i>
Estudar a relação entre governança corporativa e tempo oportunista de concessões de opções para o CEO via <i>backdating</i> ou de outras formas de oportunismo, bem como identificar a relação entre o tempo oportunista e as características da concessão de opções de ações aos CEOs.	A partir de informações do banco de dados da Thomson Financial, entre os anos 1996-2006, com foco no <i>ranking</i> de preços na data de concessão. Realizaram testes para identificar a ligação entre tempo oportunista e fatores como a maior influência do CEO sobre diretores, a falta do Conselho de Administração Independente bem como longo mandato do CEO. Consideraram <i>Lucky Grants</i> como as outorgas concedidas ao preço mais baixo do mês. Aplicaram o modelo de regressão logístico sobre todos os dias dos meses de concessão. Os coeficientes eram o <i>log</i> de as chances de determinada data ser escolhida para concessão.	Dentre diversas constatações verificaram que os três menores preços foram selecionados com maior frequência que poderiam ter ocorrido aleatoriamente, assim como dias com os três maiores preços foram selecionadas com menor frequência. Os autores verificaram que os acionistas, perdiam não só devido os resultados da ação do <i>backdating</i> , mas, também, pela queda na imagem da empresa devido à falta de credibilidade nos mecanismos de Governança que provocavam a queda no valor das ações.
Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras	Krauter (2009)	Tese de Doutorado (USP)
Investigar a relação entre a remuneração do executivo e o desempenho de empresas brasileiras. A hipótese da pesquisa era a de que existia uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas no mercado brasileiro.	A amostra de 44 empresas do ramo industrial entre as 150 melhores empresas para trabalhar – (Revista Exame 2007). A hipótese foi verificada por meio de um conjunto de testes estatísticos: de igualdade de médias, análise de correlação e análise de regressão. A variável independente remuneração foi criada pela autora, considerando vários aspectos do pagamento aos executivos. Como variável desempenho financeiro foram utilizados três indicadores contábeis: crescimento das vendas, retorno sobre patrimônio líquido e margem líquida sobre as vendas dos exercícios sociais de 2006 e de 2007. Para a variável de controle foi utilizado o porte das companhias, medido pelo logaritmo natural do número de funcionários.	Nos testes estatísticos realizados, inexistiram relações positivas ou significantes entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.

Fonte: Elaborado pela autora.

Conceitos e pesquisas foram elaborados para estudar o impacto da remuneração para estimular comportamentos corretos, avaliar desempenho, recompensar, atrair e reter profissionais (SHLEIFER; VISHNY, 1997; PATTO, [2015]; CHIAVENATO; SAPIRO, 2004). O desafio é mais complexo quando o objetivo é remunerar trabalho resultante de esforço cognitivo, e se torna pior ainda que quando o foco é o executivo em razão dos problemas do agente-principal (BAKER; WURGLER, 2013; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; BANDURA, 1986).

Além de tentar evitar a possível má intenção da ação do executivo, o instrumento deve ser capaz de moldar comportamentos orientados para o longo prazo, que contribuam para sustentabilidade da organização e incremento no retorno ao acionista (BOLTON; SCHEINKMAN; XIONG, 2006; GERVAIS; HEATON; ODEAN, 2011; AGUIAR et al., 2009; CHIAVENATO; SAPIRO, 2004).

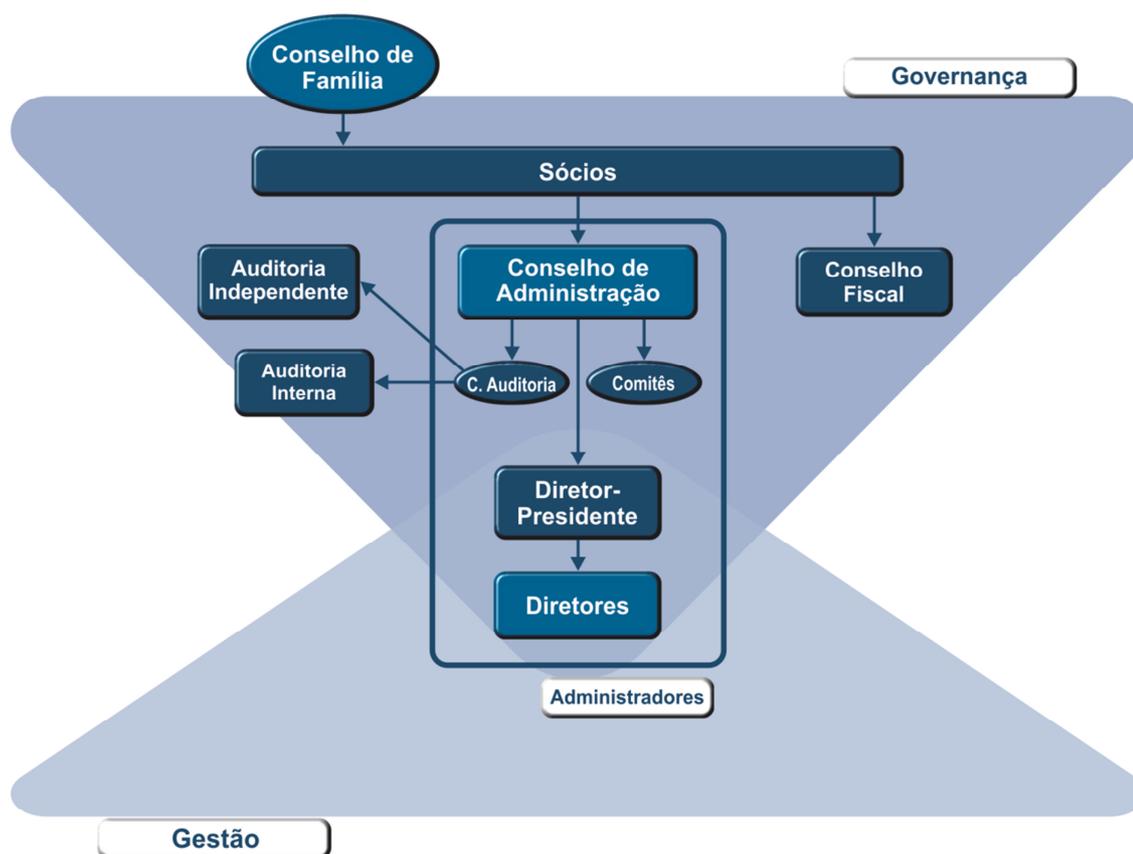
2.9 PAPEL DO COMITÊ DE REMUNERAÇÃO

Para tratar sobre o Comitê de Remuneração é importante retomar o tema Conselho de Administração. Sua competência e atribuições, no Brasil, estão definidas nas alíneas I e II da Lei nº 6.404/1976, artigo 142 (BRASIL, 1976), das quais vale destacar:

- I - Fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (...)
- III - Fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros; (...)

O código das melhores práticas do IBGC apresenta a seguinte estrutura para o sistema de governança corporativa (FIGURA5):

FIGURA 5 - SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA



Fonte: IBCG (2009, p. 16).

O código, assim como a legislação, definem o conselho de administração como o guardião do objeto social e do sistema de governança da empresa. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização. Entre suas atribuições estão a contratação, a dispensa, a avaliação e a remuneração do diretor-presidente (diretor-presidente, presidente executivo, executivo principal, principal executivo e *CEO*) e dos demais executivos, a partir da proposta apresentada pelo diretor-presidente. Descreve, ainda, que é dever do conselho propor, para deliberação da assembleia, a remuneração anual dos administradores, sempre vinculada a um processo de avaliação dos órgãos e de seus integrantes. O código recomenda, entre outras questões, que a remuneração da diretoria deve vincular-se a resultados, com metas de curto e longo prazos, relacionadas à geração de valor econômico para a organização, e que as organizações adotem procedimentos formais e transparentes de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos diretores. O conselho deve, além disso, avaliar

anualmente o diretor-presidente e compartilhar a avaliação dos demais membros da diretoria, por meio do comitê de remuneração ou de recursos humanos (se houver). O conselho de administração, destacado na hierarquia desenhada pelo IBGC (FIGURA 5), apresenta vínculos com comitês. Os comitês devem assessorar o conselho de administração, por meio de análise e de propostas de assuntos de sua competência, com a finalidade de permitir maior precisão do conselho nas tomadas de decisão. Cabe, ainda, ao comitê de remuneração, entre outras atribuições, examinar as políticas existentes e os pacotes de remuneração, verificando se o modelo prevê mecanismos para alinhar os interesses dos administradores aos da organização. Para isso pode valer-se de especialistas que promovam uma comparação da remuneração adotada com as práticas do mercado, assim como estabelecer metas a serem perseguidas pelos administradores com a finalidade de conectar a ação dos administradores ao plano estratégico da organização (IBGC, 2009).

2.10 INDICADORES FINANCEIROS DE DESEMPENHO

Medir o desempenho de uma organização é objeto de pesquisas de consultorias e estudos acadêmicos, por meio de conceitos desde simples aos mais elaborados. Diversos indicadores foram profundamente estudados, fórmulas estabelecidas, com a finalidade de demonstrar se o processo estabelecido ou a ação empreendida era eficiente. Várias dimensões de uma companhia podem ser avaliadas, quer sejam de processo, de qualidade, de vendas, de mercado, da área financeira, entre outras. Para cada uma dessas dimensões existem diferentes tipos de indicadores, qualitativos e quantitativos, adequados para o estabelecimento de metas, que indicam expectativa de resultados e são direcionadores de valor, avaliam as diferentes fases dos processos, bem como permitem redirecionar ou modificar caminhos, e ainda aferem resultados (KRAUTER; SOUSA, 2007; YOUNG; O'BYRNE, 2001; VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986).

Como origem dos estudos a respeito do tema, cita-se o teórico da escola Austríaca Frederich Von Wieser (1851-1926). É creditada a Wieser a concepção do Custo de Oportunidade, entendido como o valor subjetivo que o agente dá aos fins que renuncia ao agir de determinada forma (HUERTA DE SOTO, 2010).

CATELLI et al. (2001) salientaram que o custo de oportunidade de um recurso, que corresponderia ao valor estimado para seu melhor uso alternativo. Ou seja, ao realizar uma determinada escolha, o valor estimado para a melhor opção relegada será uma referência para avaliar se a escolha foi correta. Concluíram que a criação de valor ocorre quando o valor de mercado de um bem produzido ou de um serviço prestado é superior ao dos recursos consumidos na produção do bem ou na prestação do serviço. Mencionaram, ainda, que a importância desses conceitos poderia ser vinculada a dois essenciais fatores: a busca do acionista pela melhor alternativa de investimento, e a perspicácia das escolhas do executivo para gerar valor ao acionista.

Galdi (2008) afirmou que a finalidade das demonstrações contábeis brasileiras era a de cumprir as regras fiscais e regulamentações governamentais, cujo procedimento era reforçado pelo fato de não haver demandas por demonstrações contábeis informativas, pois as empresas não buscavam, prioritariamente, recursos no mercado de capitais.

Assaf Neto (2003) mencionou que o modelo de avaliação CAPM, apesar de suas críticas quanto a sua simplicidade e eficiência na aplicação em determinados ambientes econômicos, era considerado, pela maioria dos acadêmicos e analistas de mercado, como o mais adequado para avaliar o custo de oportunidade indicativo da taxa mínima exigida pelos investidores.

Segundo Sloan (2001), as informações contábeis poderiam ser empregadas para auxiliar na determinação de recompensas para diferentes partes interessadas. BUSHMAN et al. (2004) asseveraram que as informações contábeis reduziam a assimetria de informações, influenciando o comportamento do mercado.

Venkatraman; Ramanujam (1986) sugeriram, como efetivo, o uso de múltiplas medidas, ao mesmo tempo, para avaliar o que denominaram de domínio do

desempenho financeiro, ao invés de usar apenas um indicador para aferir a desempenho financeiro. Entre as medidas que poderiam ser usadas simultaneamente, citaram os indicadores mais conhecidos como lucratividade, retorno sobre as vendas, entre outras.

Medidas de avaliação e desempenho foram classificadas por Young; O'byrne (2003):

- a) **Componentes do lucro residual** ⇒ Elementos do lucro que excluem os custos do capital. Sua utilização é popular nos patamares inferiores da estrutura organizacional da empresa. Por exemplo: Lucros Antes de Juros e Impostos (LAJIR, do inglês *Earnings Before Interest and Taxes - EBIT*); Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA, do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - EBITDA*), que é o *EBIT* acrescido de depreciações e de amortizações; Lucro Operacional Líquido após o Imposto (do inglês *Net Operating Profit After Taxes - NOPAT*); Retorno Sobre os Ativos Líquidos (do inglês *Return On Net Assets - RONA*).
- b) **Medidas baseadas no mercado** ⇒ Derivadas do mercado de capitais. Por exemplo: Retorno Total para os Acionistas (RTA, do inglês *Total Shareholder Return - TSR*); Valor de Mercado Adicionado (MVA[®], do inglês *Market Value Added*). As medidas baseadas no mercado são disponibilizadas somente para as empresas de capital aberto com ações negociadas no mercado.
- c) **Medidas de fluxos de caixa** ⇒ Desenhadas para contornar a influência do regime de competência aplicado na contabilidade. Por exemplo: Fluxo de Caixa das Operações; Fluxo de Caixa Livre para os acionistas; Retorno de Fluxo de Caixa do Investimento (CFROI, do inglês *Cash Flow Return On Investment*).
- d) **Medidas de lucro tradicionais** ⇒ Medidas que os executivos e analistas externos têm focado há décadas, como Lucro Líquido e Lucro por Ação.

Para Young; O'byrne (2003, p. 470), as referidas medidas também apresentam diferenças e podem "(...) incluir o custo do capital de terceiros; incluir o custo do capital próprio; ser mensurável em nível divisional; quanto à facilidade de cálculo; ser ajustada pela inflação; incluir o valor dos investimentos futuros". Finalmente, relataram as seguintes ponderações acerca das referidas medidas: (a) As de lucro residual, por não contemplarem o valor de investimentos futuros, têm natureza de curto prazo; (b) Àquelas baseadas no mercado, *TSR* e *MVA*[®], têm a vantagem de incluir as expectativas do mercado, mas só podem ser utilizadas por empresas de capital aberto; (c) As de lucro tradicional, embora de fácil acesso, pois são apresentadas em relatórios financeiros, não consideram o custo de capital próprio; (d) As de fluxo de caixa apresentam o benefício de vincular a mensuração de desempenho com a capacidade de geração de fluxo de caixa.

Carton (2004), após estudos sobre métricas de desempenho, concluiu que as empresas que atingiam e sustentavam uma vantagem competitiva no mercado não buscavam por outros desafios; portanto, deveriam empregar métricas que se concentrassem em resultados que as diferenciavam da concorrência.

Krauter (2012) realizou pesquisa com 79 empresas de médio e de grande porte do setor industrial de diversas áreas de atuação, localizadas no Estado de São Paulo, para verificar se as medidas utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro estavam alinhadas com o propósito de criar valor para os acionistas. Os resultados mostraram que o retorno sobre investimento (ROI) e o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) foram as medidas mais utilizadas. De acordo com a gestão baseada em valor, essas medidas não eram as mais apropriadas para mensurar a valoração para os acionistas, pois desconsideravam um custo de oportunidade para o capital próprio.

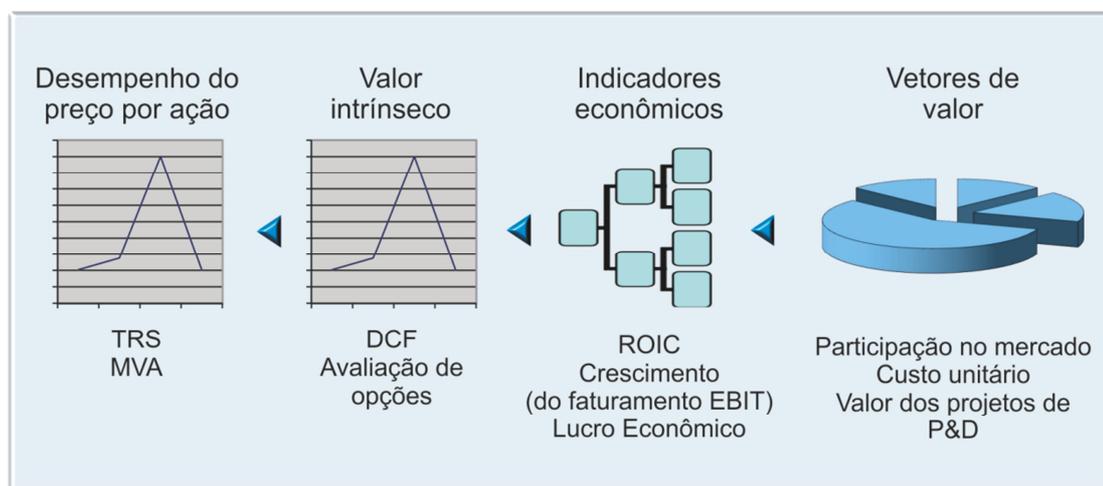
Krauter; Sousa (2007), em estudo de caso realizado a partir dos dados financeiros da Petróleo Brasileiro S/A (PETROBRAS), de 2000 a 2004, com o propósito de comparar as medidas de desempenho financeiro mais citadas na literatura, consideraram as seguintes medidas de desempenho: Lucro Operacional, Lucro Líquido, Lucro por Ação, Fluxo de Caixa das Operações, *NOPAT*, *EBITDA*, *RONA*, Lucro Econômico, *Economic Value Added (EVA)*[®], *Cash Value Added (CVA)*, *MVA*[®],

Total Shareholder Return (TSR), Fluxo de Caixa Livre para os acionistas e *CFROI*. Os autores concluíram que a escolha da medida de avaliação de desempenho — muito importante para o sucesso competitivo e para a criação de valor para os acionistas — dependia da finalidade pretendida pelos gestores, ou seja, remuneração, orçamento, planejamento e/ou comunicação com investidores.

Copeland et al. (2002, p. 58) argumentaram que o debate sobre a melhor medida desvinculou-se o verdadeiro propósito:“(...) ajudar os administradores a tomar decisões criadoras de valor e orientar a empresa para esse objetivo”.Sugeriram, ainda, que as medidas econômicas eram melhores que as contábeis; pois, pesquisas demonstraram que o fluxo de caixa, e não o lucro contábil era o responsável pelo desempenho do preço por ação. Para demonstrar os diferentes aspectos do desempenho, assim como evitar comparar medidas que tivessem propósitos diferentes (indicador de curto e longo prazo), adotaram uma estrutura que unia diversas medidas econômicas, descreveram combinações úteis para cada aspecto, bem como a forma pela qual se relacionavam (FIGURA 6).Observaram, ainda, de acordo com a FIGURA 6, que a maior medida de resultados era a criação de valor para o acionista; entretanto, como afere resultado deveria ser desconsiderada na tomada de decisão. A administração poderia utilizá-las para estabelecimento de metas de criação de valor. Relataram que a criação de valor para o acionista poderia relacionar-se a alguma medida de valoração intrínseca que, por sua vez, seria mensurada pela geração de fluxo de caixa em longo prazo. Assim, poderia ser medido por meio do fluxo de caixa descontado (DCF). O valor intrínseco baseado no DCF poderia ser adotado para avaliar oportunidades, exceto o desempenho histórico, por se fundamentar em projeções. Concluíram que era adequado para estabelecimento de metas de curto e médio prazo. Citaram que os indicadores financeiros, assim como o crescimento de faturamento e o retorno sobre capital investido (do inglês, *Return Over Invested Capital - ROIC*) movem os valores DCF; portanto, poderiam ser utilizados no estabelecimento de metas, assim como no monitoramento de desempenho. No entanto, como eram medidas de curto prazo eram ineficazes na indicação de necessidades de mudança, seria necessário adotar-se medidas operacionais e estratégicas, que os autores denominaram de vetores de

valor. Já o desempenho poderia ser avaliado por intermédio de indicadores financeiros ou por vetores fundamentais de valor (FIGURA6).

FIGURA 6 - ESTRUTURA ABRANGENTE DE MEDIDAS DE VALOR



Fonte: Adaptado de Copeland et al. (2002, p. 59).

Lambert (2001) considerava relevante a questão de como melhor mensurar o desempenho; pois, traçar metas indevidas poderia afetar os resultados, estimular comportamentos inadequados, bem como direcionar a atenção dos administradores a um rumo incorreto.

Silveira, Barros e Famá (2003), ao avaliar a relação entre governança e desempenho, por meio de diferentes abordagens econométricas em escala crescente de complexidade, verificaram resultados que indicavam uma influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas.

3 MATERIAL E MÉTODO

Este estudo, de acordo com os critérios propostos por Vergara (1998), pode ser classificado como:

- Descritivo quanto aos fins, pois descreveu as características de determinada população, por meio de coleta de dados, possibilitando a correlação entre variáveis.
- Documental e Bibliográfico quanto aos meios de investigação, uma vez que utilizou documentos publicados em órgãos públicos ou privados, assim como aqueles disponíveis em livros, jornais, revistas, *sites* na *internet* reconhecidos e disponibilizados ao público em geral.

O método utilizado foi o quantitativo. Segundo Diehl; Tatim(2004), essa estratégia de pesquisa pode ser caracterizada tanto pela forma de coleta de dados como em relação ao tratamento os dados, por intermédio de técnicas estatísticas, na busca por resultados isentos de distorções, propiciando menores riscos de erros de interpretação.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra foi composta por 378 companhias emissoras da categoria “A” que, segundo definiu a CVM (Instrução nº 480 de 07/12/2009), representa as empresas autorizadas a negociar quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, abrangendo-se, assim, as empresas emissoras de ações.

Em virtude da obrigatoriedade de divulgação sobre a remuneração dos executivos, por meio do FR, ter vigorado a partir do exercício de 2010, assim como em congruência com o objetivo deste estudo, foram selecionadas as empresas categoria “A” que preencheram o referido FR em 2010 (n=378).

Para a identificação das empresas da categoria “A”, inicialmente, foram consideradas todas as empresas que emitiram papéis em 2010 e, por intermédio de informações do registro do BM&FBOVESPA, verificou-se a qual categoria pertenciam (TABELA1).

TABELA 1-EMPRESAS QUE EMITIRAM PAPÉIS EM 2010 - (BM&FBOVESPA)

EMPRESAS	n
Categoria “A”	378
Categoria “B”	85
Registro CVM após 12/2010 ³	38
TOTAL GERAL	501

Fonte: Elaborado pela autora com dados extraídos deBM&FBOVESPA (2010).

Em razão do método escolhido para o estudo, que exigiu definição de variáveis para testes estatísticos, a amostra sofreu alterações. No item 3.3. Definição Teórica, essas alterações foram esclarecidas para melhor compreensão. A amostra resultou, após essas exclusões, no total de 155 empresas, conforme esclarecido na sequência:

- As 378 empresas (categoria “A”) foram classificadas e agrupadas, conforme o tipo de objetivo vinculado à remuneração paga ao executivo, (curto, médio ou longo prazo). Nesta classificação, as empresas que não responderam às questões pesquisadas, bem como as que apresentaram inexpressividade de quantidade quanto à vinculação dos objetivos em médio prazo foram excluídas da amostra. Na TABELA2 consta a classificação das empresas segundo o objetivo, ou aquelas que não responderam às questões pesquisadas.

³ Desobrigado de preencher o FRem 2010, devido à data de registro na CVM.

**TABELA2 - VÍNCULODA
REMU-NEÇÃO AOS
OBJETIVOS DE CURTO, MÉDIO
OU LONGO PRAZO**

EMPRESAS	n
Curto Prazo	184
Médio Prazo	05
Longo Prazo	170
Não respondeu	19
TOTAL GERAL	378

Fonte: Elaborado pela autora.

- As variáveis de desempenho financeiro utilizadas no estudo, também impactaram no número de empresas utilizadas na amostra, pois foram excluídas da base inicial aquelas que não disponibilizaram informação para apuração dos indicadores escolhidos, bem como aquelas que deixaram de negociar ações na bolsa em 2013. Foram igualmente excluídas as empresas do setor financeiros/seguros porque os processos de mensuração dos indicadores deste segmento eram substancialmente diferentes das demais empresas.

TABELA3.CONSTRUÇÃO DA AMOSTRA

	TOTAL GERAL – INICIAL	378
	Médio Prazo ⁴	- 05
Empresas Excluídas	Empresas do setor financeiro ⁵	- 03
	Deixaram de negociar na bolsa	- 58
	Sem dados de desempenho ⁶	- 157
	NOVO TOTAL	155
	• Objetivos de Longo Prazo	102
	• Objetivos de Curto prazo	53

Fonte: Elaborado pela autora.

⁴ Excluído, devido à exiguidade da quantidade de empresa para ser considerada representativa.

⁵ Excluídas, uma vez que seus processos de mensuração mostraram-se substancialmente diferentes das demais empresas.

⁶ Ausência de dados de Valor da Empresa, LAJIDA ou para apuração do RTA.

3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Este estudo verificou a existência de relação da geração de valor ao acionista e o tipo de vínculo da remuneração paga ao executivo, quanto aos objetivos de curto ou de longo prazo.

Para verificar a possível influência, foram utilizadas variáveis relativas ao tipo de objetivo e de desempenho financeiro. As definições operacionais destas variáveis estão descritas na sequência.

3.2.1 TIPO DE OBJETIVO VINCULADO À REMUNERAÇÃO DO EXECUTIVO

As informações relativas ao tipo de objetivo vinculado à remuneração, disponíveis na página eletrônica do BM&FBOVESPA, foram extraídas do item 13 (Remuneração dos Administradores), Anexo 24 do FR da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, cujo preenchimento é exigido, dos emissores registrados na categoria “A”, pela CVM.

As 378 empresas categoria “A” da amostra foram classificadas e agrupadas, conforme o tipo de objetivo vinculado à remuneração paga ao executivo (curto, médio ou longo prazo).

O QUADRO 3 corresponde ao extrato do FR focalizando o item pesquisado:

QUADRO 3 - CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS SELECIONADAS, CONFORME O ITEM 13 DO ANEXO 24, DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DA INSTRUÇÃO CVM Nº 480/2009.

13. REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	
13.1	Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos:
	a) Objetivos da política ou prática de remuneração.
	b) Composição da remuneração, indicando: <ul style="list-style-type: none"> i. Descrição dos elementos da remuneração e seus respectivos objetivos. ii. Qual a proporção de cada elemento na remuneração total. iii. Metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração. iv. Razões que justificam a composição da remuneração.
	c) Principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração.
	d) Como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho.
	e) Como a política ou prática de remuneração se alinha aos interesses do emissor de curto, médio e longo prazo*.
	f) Existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos.
	g) Existência de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de determinado evento societário, tal como a alienação do controle societário do emissor.

* Item pesquisado.

Fonte: Adaptado de Brasil (2009).

Somente foram considerados objetivos de médio ou de longo prazo quando a empresa expressou, claramente, essa intenção. Nos casos em que a informação não foi declarada claramente no item 13.1, alínea “e” foi necessário verificar as demais informações também contidas no item 13.1. Finalmente, as empresas que não manifestaram intenções de estabelecer objetivos de médio ou longo prazo, foram classificadas como de curto prazo.

Salienta-se que as empresas que não responderam as questões pesquisadas, bem como as que vincularam os objetivos em médio prazo, cuja quantidade foi inexpressiva, foram excluídas da amostra.

3.2.2 DESEMPENHO FINANCEIRO

Avaliou-se a presença de diferença de desempenho financeiro entre empresas que adotaram a remuneração vinculada aos objetivos de longo prazo comparados àquelas que ofereceram remuneração vinculada ao curto prazo.

A avaliação do desempenho financeiro foi realizada para verificar a existência do incremento na agregação de valor ao acionista e, assim, possibilitar a comparação entre diferentes tipos de objetivos e a respectiva existência de disparidade de desempenho em cada grupo de empresas (curto e longo prazo).

O desempenho financeiro foi aferido por indicadores contábeis e financeiros. Considerou-se o desempenho positivo para agregar valor ao acionista, aquele que apresentou incremento positivo no período de 01/01/2010 a 31/12/2013. Incremento significa o aumento do indicador após três anos, período considerado como longo prazo.

Os dados utilizados para apurar o desempenho financeiro foram extraídos do sistema Económica, do mês de julho de 2014, e tratados em planilha de cálculo da ferramenta Windows Excel, 2010. Com a utilização de somente uma fonte de dados, de informações e de indicadores, que exigissem menor inferência do pesquisador, garantiu-se a assertividade dos números empregados.

Os indicadores adotados foram: Valor da Empresa (VE, do inglês *Enterprise Value - EV*), LAJIDA (*EBITDA*) e RTA (*TSR*).

A escolha dos indicadores financeiros para apurar a diferença de desempenho, além dos motivos descritos na sequência, considerou a disponibilidade dos dados para incluir o maior número possível de empresas na base amostral, em razão das seguintes premissas:

3.2.2.1 Variável: Valor da Empresa (VE)

Valor da Empresa (VE) conceituado como Valor do Empreendimento, é o indicador que soma todos os recursos utilizados para impulsionar as operações da empresa, ou seja, capital dos sócios e de terceiros formado por empréstimos e financiamentos. Esse indicador demonstra o quanto o mercado valoriza a empresa, e serve para comparações diretas com os valores de mercado de outras empresas (FURTADO, 2010).

A sua importância tem aumentado, o que é compatível com uma administração voltada para o mercado e para a geração de valor (SOUZA NETO; MARTINS, 2010). Para Fernandes et al. (2014) o VE expressa a capacidade de criação de riqueza da empresa a partir de seus negócios. Póvoa (2012) ponderou que valor de mercado era diferente de VE; pois, o primeiro pertence à dimensão do acionista (número de ações x valor da ação) e o segundo a dimensão acionista e credor (valor da companhia + valor da dívida bruta).

A opção deste estudo pela utilização do VE teve o propósito de considerar todas as dimensões possíveis que estão sob a responsabilidade do executivo. O VE utilizado foi fornecido pelo sistema Económica com a denominação de *Enterprise Value*.

O sistema calculou esta medida da seguinte forma:

Enterprise Value \$ = a + b + c, em que:

a = Valor de Mercado \$

Fórmula respectiva = Total de ações *outstanding*⁷ cotação não ajustada por proventos.

⁷ Total de ações emitidas pela empresa menos a quantidade de ações em tesouraria.

Empresas com mais de uma classe de ação \Rightarrow Fórmula = Cotação classe A* quantidade classe A + cotação classe B* quantidade classe.

b = Dívida Total Líquida \$

Fórmula respectiva = $x - y - z$, (se $x - y - z$ nulo, então, Dívida Total Líquida = $x - k - w$)

x = Dívida Total Bruta

y = Caixa e equivalente a caixa

z = Aplicações financeiras

k = Disponível e Inv CP

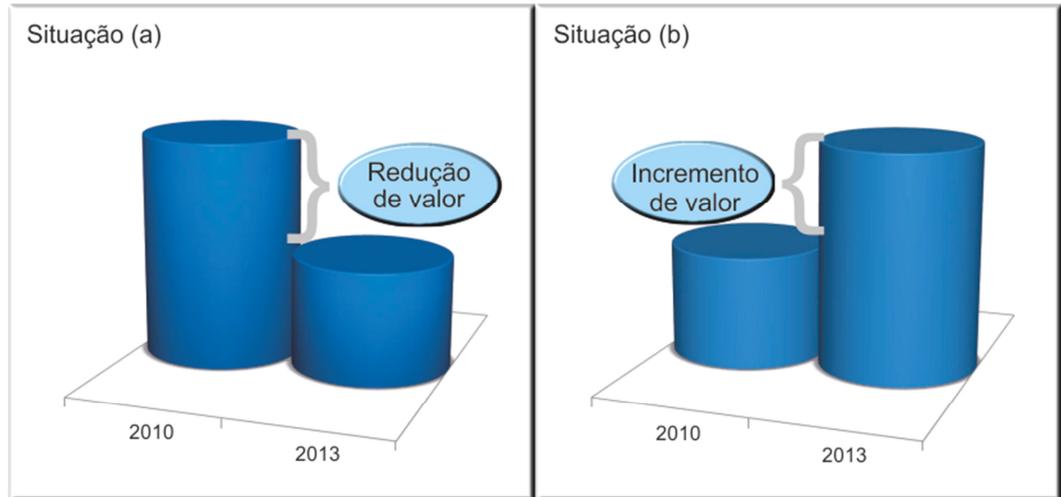
w = Aplicações Financeiras CP (substituído por zero quando indisponível)

c = Participação dos acionistas minoritários

O indicador VE, bem como a maioria dos indicadores financeiros com informações públicas disponibilizadas publicamente, foram empregados para avaliar o desempenho de uma empresa e representaram informações baseadas em somente um período anual, considerando-se que a avaliação deste estudo compreendeu o período de 2010 a 2013, apurou-se esta variação, conforme demonstrado na FIGURA 7.

Deste modo:

- a) Quando o valor apresentado em 2010 era superior ao valor de 2013, houve redução no valor do indicador (FIGURA 7a).
- b) Quando o valor apresentado em 2010 era inferior ao valor alcançado em 2013, houve incremento de realização no período (FIGURA 7b).

FIGURA 7 - REDUÇÃO OU INCREMENTO DE VALOR

Fonte: Elaborado pela autora.

Portanto, com base nestes dados coletados, foi calculada a variação dos indicadores VE, do ano 2013 (t_1) menos o do ano 2010 (t_2), dividido pelo ano 2010 (t_2). Obteve-se a taxa de variação do VE, conforme a sua fórmula:

$$VE = \frac{VE(t_1) - VE(t_2)}{VE(t_2)}$$

3.2.2.2 Variável: Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA)

LAJIDA é uma medida simplificada da geração de caixa da companhia. Pode ser utilizada como parâmetro para o conhecimento do valor da empresa; pois, quanto maior a sua capacidade em gerar caixa, maior o seu valor para o mercado; bem como quanto maior o LAIJDA em relação aos recursos investidos, melhor a qualidade da gestão e sua capacidade em gerar caixa (monitora a eficácia da gestão) (VASCONCELOS, 2002).

Observa-se, cada vez mais, o emprego do indicador LAJIDA para avaliação de desempenho das empresas, devido à facilidade em obter os dados para a sua elaboração nas demonstrações de resultados das companhias e por

oferecer recurso para comparabilidade de desempenho: da empresa entre um ano e outro e entre empresas do mesmo porte e setor.

Entretanto, ao considerar o indicador para avaliar a performance da empresa, deve-se ponderar que nem todas as receitas mensuradas são efetivamente recebidas e que o pagamento das despesas, não necessariamente, foram realizados. Igualmente, deve ser destacado que o indicador não considera receitas e despesas financeiras, podendo distorcer o verdadeiro cenário da empresa caso não sejam considerados outros aspectos na avaliação.

Devido às características do indicador, também ocorre a impossibilidade de utilizá-lo para avaliar empresas do setor financeiro, uma vez que as despesas financeiras, deste segmento, são partes importantes de sua operação. É necessário, ainda, considerar que os conceitos empregados para a apuração do indicador refletem somente as informações históricas da companhia.

Assim, o indicador, quando se trata de remuneração, tem sido utilizado com possibilidade de tornar-se mais efetivo na avaliação do desempenho de empregados que trabalham na operação e na produção da empresa, mas que não participam das decisões de investimento e de financiamento. Para o caso de gestores e administradores pode ser utilizado, apenas para observar os aspectos concernentes às decisões adequadas para fatores da dimensão da operação e/ou produção empresarial de curto prazo.

Neste estudo, o foco foi o de selecionar indicadores com maior padrão de cálculo e disponibilização de informação e, assim, viabilizar a comparabilidade entre as companhias. Coelho (2005) mencionou que os instrumentos contábeis representavam uma das fontes mais confiáveis de informação. Destacou, ainda, que o sucesso de um sistema de informação dependia de como era utilizado e analisado.

Os valores do LAJIDA foram retirados do sistema Económica (sob a denominação de EBITDA), cujo indicador foi calculado da seguinte forma:

$$\text{EBITDA } \$ = \text{Lucro antes dos juros e impostos (EBIT)} + \text{Depreciação e amortização.}$$

O indicador LAJIDA (L), do mesmo modo que o VE também apresentou resultados anuais, sendo necessário apurar a variação do ano 2013 (t_1) menos o do ano 2010 (t_2), dividido pelo ano 2010 (t_2). Obteve-se, então, as taxas de variação do LAJIDA (L):

- Fórmula LAJIDA (L)

$$L = \frac{L(t_1) - L(t_2)}{L(t_2)}$$

3.2.2.3 Variável: Retorno Total aos Acionistas (RTA)

Os dados para cálculo do RTA também foram retirados do sistema Económica. O indicador foi adotado por ser congruente à preocupação do acionista em identificar o retorno de seu investimento, ou seja, por corresponder a um método para medir o valor adicionado aos acionistas. Assaf Neto (2002) afirmou que RTA representava uma medida útil de geração de valor, refletindo o ganho de capital e o retorno pelo pagamento de dividendos para demonstrar o retorno proporcionado ao acionista.

Para Jaffe; Westerfield; Ross(2002), o RTA correspondia à variação do valor de mercado da ação, acrescido dos dividendos pagos, no período analisado, antes dos impostos e corrigido pela inflação.

Para apuração do RTA definiu-se a fórmula:

- Fórmula RTA

$$RTA = \frac{\text{Preço ação}_{t+i} - \text{Preço ação}_{t0} + \text{Dividendos}_{t+i}}{\text{Preço ação}_{t0}}$$

Em que,

RTA = Retorno Total ao Acionista

Preço ação_{t+i} = Preço da ação em 31 de dezembro de 2013

Preço ação_{t0} = Preço da ação em 31 de dezembro de 2009

Dividendos_{t+i} = Total de dividendos pagos no período antes dos impostos e corrigidos pela inflação de dezembro de 2010 a dezembro de 2013.

Os indicadores utilizados no cálculo do RTA foram extraídos do sistema Economática.

Para os valores de RTA não foram obtidas as variações entre 2010 e 2013, já que o próprio indicador refletia o desempenho do período.

3.2.2.4 Variáveis de controle

Com a finalidade de não atribuir peso excessivo à remuneração uma vez que outros fatores também interferiam no desempenho financeiro da empresa, evitando-se, assim, problemas de estimação com a omissão de variáveis e inconsistências de resultados, foram incluídas variáveis de controle para os testes estatísticos de regressão linear múltipla, disponíveis e importantes no estudo:

- a) **Tamanho da empresa** ⇒ Neste caso foi utilizado o valor contábil do ativo total como *proxy* tamanho da companhia, de dezembro de 2013. Os valores do ativo total foram obtidos no sistema Economática, no mês de julho de 2014 e tratados em planilha de cálculo da ferramenta Windows Excel 2010.
- b) **Setor de atuação** ⇒ Um determinado setor pode ter seu desempenho financeiro afetado de forma favorável ou adversa, por fatores internos ou externos da empresa, e que independe da ação do executivo. O modelo de agrupamento por setor utilizado foi o do sistema Economática (extraídos em julho de 2014), composto de 20 categorias (QUADRO 4).

QUADRO 4 - CLASSIFICAÇÃO DE SETOR PELO SISTEMA ECONOMÁTICA

SETOR ECONOMÁTICA	
01. Energia Elétrica	11. Química
02. Transporte Serviços	12. Alimentos e Bebidas
03. Outros	13. Construção
04. Siderurgia e Metalurgia	14. Telecomunicações
05. Mineração	15. Petróleo e Gás
06. Têxtil	16. Papel e Celulose
07. Comércio	17. <i>Software</i> e Dados
08. Máquinas Industriais	18. Minerais não Metal
09. Eletroeletrônicos	19. Agro e Pesca
10. Veículos e Peças	20. Finanças e Seguros ⁹

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme explicado anteriormente, foram excluídas as empresas do setor financeiros/seguros, considerando-se que os processos de mensuração dos indicadores deste segmento são substancialmente diferentes dos das demais empresas.

- b) A estrutura de capital, aplicada neste estudo refere-se àquela conceituada como o modelo de financiamento adotado pela empresa, isto é, qual é a porção de cada fonte de capital utilizada no negócio. As fontes seriam o capital próprio (recursos dos acionistas) e capital de terceiros (recursos dos credores). Esta variável pode influenciar o desempenho financeiro da Empresa. Os dados para elaboração da variável foram extraídos do sistema Economática (julho de 2014), referentes ao exercício de 2013 ajustados de acordo com a inflação do mês de julho de 2014. Os dados foram tratados em planilha de cálculo da ferramenta Windows Excel2010, considerando-se a seguinte fórmula:

$$\text{Dívida} = (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível ao Longo Prazo}) / \text{Ativo Total}$$

⁹ As empresas do setor financeiro/seguro foram retiradas da amostra porque seus processos de mensuração são substancialmente diferentes das demais empresas

3.3 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

Foram utilizados três procedimentos diferentes para atender o objetivo do estudo. Padoveze (1996) ensinou que, por intermédio dos números, era possível entender a situação da empresa, identificar tendências e fornecer subsídios para a tomada de decisão.

3.3.1 AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE

Nesta etapa, as empresas foram classificadas conforme o desempenho, de cada indicador adotado VE, LAJIDAE RTA, comparado à média de seu respectivo setor. O propósito desta classificação foi o de verificar se o desempenho financeiro da empresa era superior à média de seu setor. Para a avaliação por setor foi utilizada a divisão setorial do sistema Económica, excluído o setor financeiro.

Porter (1979) ressaltou que a avaliação do setor da empresa era considerada relevante quando do estabelecimento da estratégia competitiva, salientando que o desempenho superior da empresa, em detrimento ao seu setor, poderia ser um indicativo de sucesso.

Não obstante, ao relevante papel desse fator, no presente estudo, não foi possível considerá-lo para avaliação aprofundada por meio de métodos estatísticos elaborados, pois os dados mostraram-se insignificantes uma vez que alguns setores apresentaram pouca frequência no número de empresas.

Outro ponto que inviabilizou a referida análise foi o agrupamento excessivo de empresa no setor “outros”, classificado pelo sistema Económica, no qual constaram empresas de diversos segmentos e tipos de negócio, representando 24% da amostra. Deste modo, os dados foram tratados, inicialmente, em planilha de cálculo da ferramenta Windows Excel versão 2010, com o propósito de verificar a diferença de desempenho por setor. Na sequência, o teste de Qui-Quadrado foi

aplicado na avaliação das associações entre tipos de meta e de desempenho por meio do *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)* versão 2010.

O indicador de média por setor foi calculado usando os valores aferidos na para o incremento de VE e LAJIDA, do ano 2013 (t_1) menos o do ano 2010 (t_2), dividido pelo ano 2010 (t_2), e os resultados do RTA.

Foi considerada a média do valor de todas as outras empresas que participavam do mesmo setor da empresa analisada, incluindo-se o valor da própria empresa no setor, ou melhor, comparado o resultado apurado para a empresa, por indicador e a média do valor de seu setor, conforme mostrado nos modelos que seguem:

$$\text{Desemp_VE} = \frac{\text{Desemp_VE Empresa}}{\text{Desemp_VE Setor}}$$

$$\text{Desemp_L} = \frac{\text{Desemp_L Empresa}}{\text{Desemp_L Setor}}$$

$$\text{Desemp_RTA} = \frac{\text{Desemp_RTA Empresa}}{\text{Desemp_RTA Setor}}$$

Em que,

- Desemp_VE = Desempenho do VE
- Desemp_L = Desempenho do LAJIDA
- Desemp_RTA = Desempenho do RTA

As hipóteses estudadas no teste Qui-Quadrado foram (RUMSEY, 2014):

- H0 = As frequências pesquisadas não são diferentes das esperadas, logo não há associação entre as variáveis.
- H1 = As frequências observadas são diferentes das frequências esperadas, logo, há associação entre as variáveis.

3.3.2 OBJETIVOS VINCULADOS À REMUNERAÇÃO DECORRIDOS TRÊS ANOS

Nesta etapa avaliou-se se as empresas mantiveram o mesmo sistema de metas para vincular a remuneração do executivo. Foram verificados, novamente, os FRs referentes ao último publicado no ano de 2013, bem como classificadas as empresas que mantiveram ou modificaram o tipo de objetivo de longo, médio ou curto prazo. Os dados foram coletados no período de 01/02 a 08/03/2015, e tratados em planilha Windows Excel 2010.

3.3.3 IMPACTO DO TIPO DE REMUNERAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DA AMOSTRA

Nesta etapa foi realizada a análise de dados para alcançar o resultado proposto que foi o de identificar se a remuneração do executivo vinculada a objetivos de longo prazo era capaz de melhorar o retorno ao acionista. Considerando-se que quanto melhor o desempenho financeiro melhor o retorno ao acionista, a hipótese testada foi a de que “A remuneração do executivo vinculada a objetivos de longo prazo possui uma relação positiva e mais significativa com o desempenho financeiro da empresa, do que a remuneração do executivo vinculada a objetivos de curto prazo”.

Devido às características da hipótese apresentada existe possibilidade de causalidade entre as variáveis, sendo necessária a realização de testes de significância das variáveis.

Os dados deste estudo foram classificados como dados em corte transversal, pois foram coletados no mesmo ponto do tempo (GUJARATI; PORTER, 2011). Assim sendo, considerando a natureza dos dados e a hipótese mencionada, o método adotado foi o dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), aplicando-se a regressão linear múltipla. Para realizar as estimações foi identificada a significância estatística do impacto do tipo de remuneração sobre o desempenho financeiro da amostra. Figueiredo Filho et al. (2011) conceituaram essa aplicação em conformidade com a finalidade e expectativa do seu aproveitamento neste estudo.

Com a regressão é possível estimar o grau de associação entre Y, variável dependente e X_i , conjunto de variáveis independentes (explicativas). O objetivo é resumir a correlação entre Y e X em termos da direção (positiva ou negativa) e magnitude (fraca ou forte) dessa associação (FIGUEIREDO FILHO et al., 2011, p. 48).

Neste teste foi utilizada toda a amostra de 155 empresas, e a classificação por utilização de objetivos, sendo 102 empresas de longo prazo e 53 de curto prazo.

As variáveis independentes, em coerência com a questão e hipótese da pesquisa, foram representadas pelo tipo de objetivo vinculado à remuneração do executivo, ou seja, de longo ou curto prazo.

As três variáveis dependentes, referentes aos resultados do incremento apurado no período de três anos, 2010 a 2013, para os indicadores de desempenho financeiro foram VE, LAJIDA e RTA.

Igualmente, considerando as citadas variáveis, a equação básica utilizada para as estimações foram:

$$\text{Desemp_Fin}_i = \alpha_i + \beta_{i1} \text{tipo de objetivo} + \beta_{i2} \text{outros} + \varepsilon_i$$

Em que:

- **Desemp_Fin** = Variável de Desempenho Financeiro, VE, LAJIDA e RTA. Variável dependente/explicada.
- **Tipo** = Representa o tipo de objetivo vinculado à remuneração do executivo (de longo ou curto prazo). Variável independente/explicativa.
- **Outros** = Representam as variáveis de controle, devido a possibilidade de afetarem o desempenho financeiro da empresa. Também variáveis explicativas.
- ε = Termo de erro, que representa o erro em explicar/predizer Y a partir de X_1 (FIGUEIREDO FILHO et al., 2011), isto é, o que não pode ser explicado pelas variáveis explicadas e explicativas.

Em razão da suposição de que objetivos de longo prazo asseguravam melhores desempenhos financeiros e melhoravam os resultados para os acionistas, além da correlação das variáveis, a expectativa era a de que os resultados indicassem direções positivas e significantes.

Escolher apenas o tipo de remuneração para explicar o desempenho da empresa, seria imputar uma responsabilidade excessiva à influência desta variável no desempenho financeiro da empresa, uma vez que havia outros elementos internos e externos que afetariam o desempenho, podendo favorecer o risco de obtenção de resultados espúrios.

Assim, também foram consideradas como variáveis de controle: (1) Tamanho da empresa por meio do valor contábil do ativo total; (2) Setor de atuação recorrendo ao agrupamento definido pelo sistema Económica. Para a realização dos testes, os setores foram ajustados em formato de variáveis binárias, em que 1 representava determinado setor e 0 os demais; (3) Estrutura de capital por intermédio da apuração da dívida financeira em relação ao ativo total.

O QUADRO 5 corresponde ao resumo das variáveis.

QUADRO 5 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NOS TESTES DE REGRESSÃO

TIPO	VARIÁVEL	SIGLA	DESCRIÇÃO
DEPENDENTES	Representam o desempenho da empresa i no tempo t , que irão determinar se houve incremento na geração de valor ao acionista	VE	Valor da Empresa (<i>Enterprise Value</i> - EV)
		LAJIDA	LAJIDA (EBITDA)
		RTA	Retorno Total aos Acionistas (RTA)
INDEPENDENTE	Representa o tipo de remuneração da empresa i no tempo t , para concessão de parte da remuneração	Meta_Curto	Empresas com remuneração vinculada aos objetivos de curto prazo
		Meta_Longo	Empresas com remuneração vinculada aos objetivos de longo prazo
CONTROLE	Representa as demais variáveis que podem afetar o desempenho da empresa em t . Definidas para mitigar possíveis problemas de endogeneidade	Tamanho	Tamanho da empresa por meio do valor contábil do ativo total
		Setor_Cia	Setor de atuação conforme classificação do sistema Económica
		Dívida	Estrutura de Capital - Dívida financeira em relação ao ativo total

Fonte: Elaborado pela autora.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE

Os resultados do desempenho da empresa comparado à média do setor, para todos os indicadores citados, foram assim classificados:

- a) **Acima da média do setor** ⇒ Resultado superior à da média do setor,
- b) **Abaixo da média do setor** ⇒ Resultado inferior à da média do setor.

Apresentaram a seguinte consolidação (TABELA 4 e APÊNDICEA - Completo):

TABELA 4 - CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS CONFORME DESEMPENHO COMPARADO AO SETOR

DESEMPENHO	OBJETIVO	
	Curto	Longo
Abaixo da média do setor	66%	49%
Acima da média do setor	34%	51%
TOTAL	100%	100%

Fonte: Elaborado pela autora.

Observou-se que, para o conjunto de indicadores (VE, LAJIDA e RTA), 66% das empresas que vincularam a remuneração aos objetivos de curto prazo obtiveram desempenho médio inferior ao setor. No entanto, empresas que estabeleceram objetivos de longo prazo, apresentaram apenas dois pontos percentuais superiores para “acima da média do setor”, quando comparado com “abaixo da média do setor” (51% acima, 49% abaixo).

Por meio do teste de Qui-Quadrado verificou-se a associação apenas entre LAJIDA e meta ($p=0,009$), bem como uma associação marginalmente significativa entre RTA e meta ($p=0,050$).

Foi excluída uma empresa por ser a única no setor (setor mineral não metálico) e uma empresa na análise de LAJIDA, cujo resultado foi igual à média do setor (nem superior nem inferior).

TABELA 5 - REFERÊNCIA CRUZADA DO VALOR DA EMPRESA (VE)

	META					
	Curto		Longo		TOTAL	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
VE abaixo	36	67,9%	55	54,5%	91	59,1%
VE acima	17	32,1%	46	45,5%	63	40,9%
TOTAL	53	100,0%	101	100,0%	154	100,0%

Fonte: Elaborado pela autora.

TABELA 6 - TESTE QUI-QUADRADO^c VALOR DA EMPRESA (VE)

	Valor	df	p valor (2-lados)	p valor (2-lados)	p valor (1-lado)
Qui-quadrado de Pearson	2,609 ^a	1	,106	,122	,074
Correção de continuidade ^b	2,081	1	,149		
Probabilidade de relação	2,649	1	,104	,122	,074
Teste exato de Fisher				,122	,074
Número de casos válidos	154				

a - 0 células (0%), que se espera contagem de inferior a 5. A contagem mínima esperada representa 21,68.

b - Computados apenas para a tabela 2x2

c - Para 2x2 tabulação cruzada, resultados exatos são fornecidos em vez de resultados de Monte Carlo.

Fonte: Elaborado pela autora.

TABELA 7 - REFERÊNCIA CRUZADA DO LUCRO ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO (LAJIDA)

	META					
	Curto		Longo		TOTAL	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
LAJIDA abaixo	33	62,3%	40	40,0%	73	47,7%
LAJIDA acima	20	37,7%	60	60,0%	80	52,3%
TOTAL	53	100,0%	100	100,0%	153	100,0%

Fonte: Elaborado pela autora.

TABELA 8 - TESTE QUI-QUADRADO^c PARA O LUCRO ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIACÃO E AMORTIZACÃO (LAJIDA)

	Valor	df	p valor (2-lados)	p valor (2-lados)	p valor (1-lado)
Qui-quadrado de Pearson	6,883 ^a	1	,009	,011	,007
Correção de continuidade ^b	6,019	1	,014		
Probabilidade de relação	6,928	1	,008	,011	,007
Teste exato de Fisher				,011	,007
Número de casos válidos	153				

a - 0 células (0%), que se espera contagem de inferior a 5. A contagem mínima esperada representa 25,29.

b - Computados apenas para a tabela 2x2

c - Para 2x2 tabulação cruzada, resultados exatos são fornecidos em vez de resultados de Monte Carlo.

Fonte: Elaborado pela autora.

TABELA 9 - REFERÊNCIA CRUZADA DO RETORNO TOTAL AOS ACIONISTAS (RTA)

	META					
	Curto		Longo		TOTAL	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
RTA abaixo	36	67,9%	52	51,5%	88	57,1%
RTA acima	17	32,1%	49	48,5%	66	42,9%
TOTAL	53	100,0%	101	100,0%	154	100,0%

Fonte: Elaborado pela autora.

TABELA 10 - TESTE QUI-QUADRADO^c PARA RETORNO TOTAL AOS ACIONISTAS (RTA)

	Valor	df	p valor (2-lados)	p valor (2-lados)	p valor (1-lado)
Qui-quadrado de Pearson	3,836 ^a	1	,050	,060	,036
Correção de continuidade ^b	3,194	1	,074		
Probabilidade de relação	3,901	1	,048	,060	,036
Teste exato de Fisher				,060	,036
Número de casos válidos	154				

a - 0 células (0%), que se espera contagem de inferior a 5. A contagem mínima esperada representa 22,71.

b - Computados apenas para a tabela 2x2

c - Para 2x2 tabulação cruzada, resultados exatos são fornecidos em vez de resultados de Monte Carlo.

Fonte: Elaborado pela autora.

Estes resultados foram considerados preliminares, uma vez que seria necessário incluir outras variáveis que também compõem o cenário empresarial para avaliar, com maior atenção, as influências do tipo de objetivo no desempenho financeiro da empresa e conseqüente retorno ao acionista.

4.2 OBJETIVOS VINCULADOS À REMUNERAÇÃO DECORRIDOS TRÊS ANOS

Em razão das diversas críticas apresentadas aos modelos de remuneração do executivo, as empresas poderiam ter reavaliado seu sistema das metas, alternando os objetivos de curto para médio ou longo prazo, ou vice-versa.

Depois de verificado novamente os formulários de referência, desta vez referente o último formulário publicado no ano de 2013, constatou-se o seguinte comportamento, para as 155 empresas da amostra, quanto à escolha do tipo de objetivo, decorridos três anos (TABELA 11 e APÊNDICEB - Completo):

TABELA 11 - TIPO DE OBJETIVO 2010 EM RELAÇÃO A 2013

TOTAL GERAL	MANTEVE	MUDOU	%
• Objetivos de Longo Prazo	101	1	0,9
• Objetivos de Curto prazo	33	20	38

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se na TABELA 11 que apenas 0,99% das empresas que optaram pelo objetivo de longo prazo em 2010 optaram por mudanças. Já 38% das empresas que utilizaram objetivos de curto prazo passaram a usar objetivos de longo prazo.

Esse dado pode representar uma tendência das empresas a usarem objetivos de longo prazo.

Em 2010 observou-se que as respostas contidas no FR, item 13.1, correspondente a como a política ou a prática de remuneração alinha-se aos interesses do emissor de curto, médio e longo prazo, apresentam textos semelhantes para diversas empresas, obedecendo a certo padrão. Aquelas que utilizam incentivos de curto prazo justificam, geralmente, que a finalidade da remuneração é a de atrair e reter o bom profissional. Aquelas cujos incentivos são vinculados a objetivos de longo prazo justificam, usualmente, argumentando que pretendem alinhar os interesses do executivo ao do acionista.

Nos formulários de 2013, foi possível observar um conteúdo mais elaborado nas respostas dos itens, quando comparadas às verificadas em 2010. Ambos os assuntos poderiam ser pesquisados com maior profundidade no futuro.

4.3 IMPACTO DO TIPO DE REMUNERAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DA AMOSTRA

Os testes estatísticos, realizados por meio de estratégias econométricas, tiveram como finalidade verificar se as empresas que vincularam o recebimento de parte da remuneração dos executivos aos objetivos de longo prazo apresentaram incremento no desempenho financeiro, diferente daquelas que vincularam a remuneração aos objetivos de curto prazo. Porquanto que as empresas com incremento de desempenho financeiro agregam maior valor ao acionista.

Deste modo, a variável explicativa deste estudo, denominada de tipo de remuneração, foram as variáveis: meta de longo prazo e meta de curto prazo.

As variáveis VE, LAJIDA e RTA foram utilizadas como proxies de desempenho financeiro das empresas.

Os dados foram analisados por meio do método dos MQO e empregou-se a regressão linear múltipla com a finalidade e expectativa de estimar o grau de associação entre Y (tipo de desempenho financeiro), X1 (indicadores de objetivo vinculado à remuneração) e, ainda, o conjunto de variáveis de controle (X2, X3 e X4). Avaliou-se a relação entre Y e X, em termos de direção (positiva ou negativa) e significância (fraca ou forte).

Os pressupostos para adoção do método MQO foram avaliados por intermédio do teste de normalidade de Doornik-Hansen e teste para a hipótese nula de distribuição normal.

Para análise econométrica foram utilizados os softwares Gretl versão 1.10.0 e Stata versão 12 cujos resultados foram apresentados na sequência.

4.3.1 VALOR DA EMPRESA (VE)

Na TABELA 12 estão apresentados os parâmetros estimados para equação do VE. Neste caso as variáveis VE, assim como tamanho da companhia e dívida foram medidas em logaritmo, com objetivo de reduzir a variabilidade das séries e possíveis problemas de heterocedasticidade dos resíduos estimados. A variável *setor_cia* foi excluída por não apresentar significância estatística.

TABELA 12 - MODELO ESTIMADO VIA MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS (MQO) PARA VALOR DA EMPRESA (VE)

MODELOS	(1) LOG_VE	(2) LOG_VE	(3) LOG_VE	(4) LOG_VE	(5) LOG_VE
META_CURTO	-0.394*** (0.101)	-0.264* (0.112)	-0.301** (0.107)	-0.353*** (0.102)	-0.261* (0.128)
LOG_TAMANHO	0.915*** (0.0301)	0.912*** (0.0341)	0.941*** (0.0330)	0.930*** (0.0315)	0.845*** (0.0371)
LOG_DÍVIDA	-0.139* (0.0559)	-0.251*** (0.0638)	-0.184** (0.0624)	-0.205*** (0.0596)	-0.149* (0.0704)
DUMMY1	3.226*** (0.352)				
DUMMY2	-1.937** (0.580)				
CONSTANTE (META LONGO)	1.637** (0.555)	2.012** (0.618)	1.363* (0.604)	1.589** (0.577)	2.738*** (0.691)
OBSERVAÇÕES	155	154	153	152	155
R-QUADRADO	0.897	0.864	0.879	0.890	0.831

Notas:

Erros padrão entre parênteses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

(1) Considerando variável *dummy1* para corrigir observações aberrantes em INET3, CRUZ3 e CBMA3; e *dummy2* para corrigir observações aberrantes em MMXM3;

(2) Excluída empresa INET3.

(3) Excluídas empresas INET3 e CRUZ3.

(4) Excluídas empresas INET3, CRUZ3 e CBMA3.

(5) Foram consideradas todas as empresas, sem as variáveis *dummy1* e *dummy2* ou outros ajustes.

Fonte: Elaborado pela autora.

Foram observados, durante análise gráfica seguida por observação direta, dados que apresentavam grande distância (aberrante *outlier*) dos demais. Com o propósito de não eliminar as empresas que provocaram estas aberrações no modelo (1), pois os valores relativos foram verificados, apresentando consistência, optou-

se, pela utilização da variável *Dummy* para corrigir as observações aberrantes. Atribuiu-se 1 para a empresa nesta condição e 0 para as demais. Considerando os índices usuais de confiança, as variáveis foram dotadas de significância estatística.

Salienta-se que o coeficiente da variável *Meta_Longo*, de 1,64, foi superior ao da *Meta_Curto* igual a 1,24, sugerindo que as companhias que escolheram remunerar o alcance de objetivos de longo prazo poderiam contribuir com a elevação do valor agregado ao acionista.

Verificado o alto grau de significância do modelo (1) VE, fato incomum neste tipo de estudo, após o ajuste procedeu-se a análise de diagnósticos dos resíduos, para avaliar a presença de valores destoantes ou influentes. Para tanto, foi utilizado o resíduo estudentizado padronizado e o D de Cook (MCCULLAGH; NELDER, 1989), respectivamente. O D de Cook mensura a alteração em todos os parâmetros de regressão decorrentes da exclusão de cada observação. Valores do resíduo estudentizado padronizado, muito afastados do intervalo (-3;3) ou valores de D de Cook muito afastados dos demais valores, foram excluídos da análise (modelos 2, 3 e 4), deixando de ser empregada, nestes casos, as variáveis *Dummy1* e *Dummy2* utilizadas no primeiro modelo (1) para resolver a questão dos *outliers*.

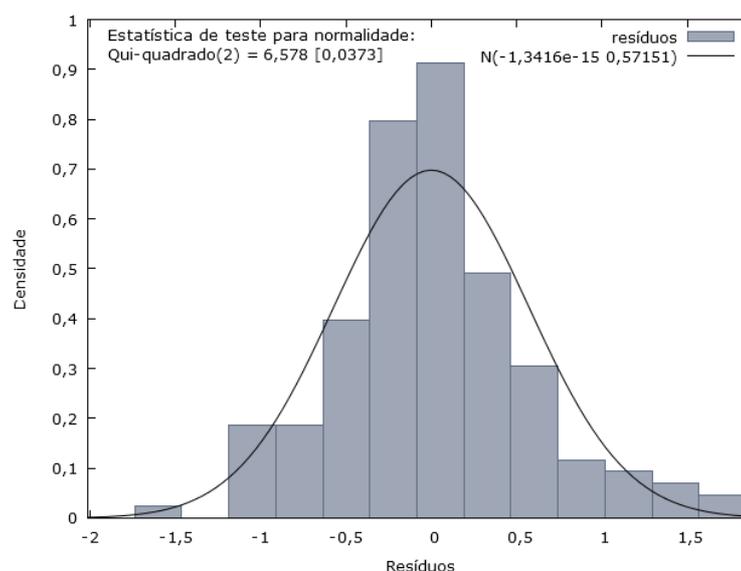
No modelo (4), feitos todos os ajustes necessários, ou seja, excluídos todos *outliers*, foi verificada a significância estatística, bem como foram sugeridos que os objetivos de longo prazo eram, aproximadamente, 35% mais positivos para influenciar a variável de desempenho VE que os objetivos de curto prazo, de forma similar ao modelo (1), indicando que as companhias que escolheram remunerar o alcance de objetivos de longo prazo poderiam contribuir para elevar o valor agregado ao acionista.

Foi considerado um nível de significância de 5%. Para as análises estatísticas foi utilizado o *software* Stata versão 12.

Para verificar a presença de não normalidade e de heterocedasticidade, o que poderia invalidar os resultados apresentados, foram analisados os resíduos da equação. Foi aplicado o teste de normalidade de Doornik-Hansen para avaliar a

questão da normalidade (FIGURA 8), que foi incapaz de rejeitar a hipótese de normalidade dos resíduos.

FIGURA 8 -HISTOGRAMA E TESTE DE NORMALIDADE DOS RESÍDUOS VALOR DA EMPRESA (VE)



(1) Teste de normalidade de Doornik-Hansen; (2) Teste para a hipótese nula de distribuição normal; (3) Cálculos realizados por meio do programa Gretl (versão 1.10.0).

Fonte: Elaborado pela autora.

4.3.2 LUCROS ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO (LAJIDA)

Os parâmetros estimados para variável LAJIDA constam na TABELA 13. Neste caso, as variáveis Dívida e a Setor_Cia foram excluídas, visto que não apresentaram significância estatística:

TABELA 13 - MODELO ESTIMADO VIA MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS (MQO) PARA LUCROS ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO (LAJIDA)

MODELOS	(1) L	(2) L	(3) L	(4) L	(5) L	(6) L	(7) L	(8) L	(9) L
META_CURTO	-46278.1 (153396.1)	25470.2 (203344.7)	172973.0 (152103.3)	-6168.3 (215402.1)	53488.9 (126192.2)	-27326.5 (108121.4)	-26048.7 (108182.4)	-27792.1 (110152.4)	-17018.1 (111094.7)
LOG_TAMANHO	0.0837*** (0.00168)	0.0878*** (0.00856)	0.114*** (0.0283)	0.0600 (0.0367)	0.114*** (0.00931)	0.108*** (0.00852)	0.108*** (0.00852)	0.103*** (0.00779)	0.0986*** (0.00648)
DUMMY3	18069881.0*** (512817.1)								
DUMMY4	-16242142.3*** (248797.6)								
LOG_DIVIDA		-123439.8 (116937.4)	-15518.3 (101976.4)	-79216.8 (109414.3)	34935.5 (61741.3)	27038.9 (60382.6)	29989.0 (68425.6)	17251.9 (67956.2)	40456.8 (61315.0)
CONSTANTE	247700.2** (84259.1)	552714.2 (408978.2)	-132086.4 (483848.3)	633514.6 (599858.6)	-179917.4 (211890.8)	-87310.8 (196836.7)	-96568.4 (220018.8)	-22986.1 (212061.4)	-85171.3 (191835.9)
OBSERVAÇÕES	155	155	154	153	152	151	150	149	148
R-QUADRADO	0.982	0.893	0.757	0.355	0.840	0.821	0.821	0.791	0.791

Notas:

Erros padrão entre parênteses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

(1) Foram consideradas as variáveis *dummy3* para corrigir observações aberrantes em VALE3 e *dummy4* para corrigir observações aberrantes em ELET3;

(2) Foram consideradas todas as empresas, sem as variáveis *dummy3* e *dummy4* ou outros ajustes. Entretanto, foi reinserida a variável Divida Logaritmicada.

(3) Excluída a empresa PETR3.

(4) Excluídas as empresas PETR3, VALE3.

(5) Excluídas as empresas PETR3, VALE3, ELET3.

(6) Excluídas as empresas PETR3, VALE3, ELET3, VIVT3.

(7) Excluídas as empresas PETR3, VALE3, ELET3, VIVT3, INET3.

(8) Excluídas as empresas PETR3, VALE3, ELET3, VIVT3, INET3, OIBR3.

(9) Excluídas as empresas PETR3, VALE3, ELET3, VIVT3, INET3, OIBR3, ITSA3.

Fonte: Elaborado pela autora.

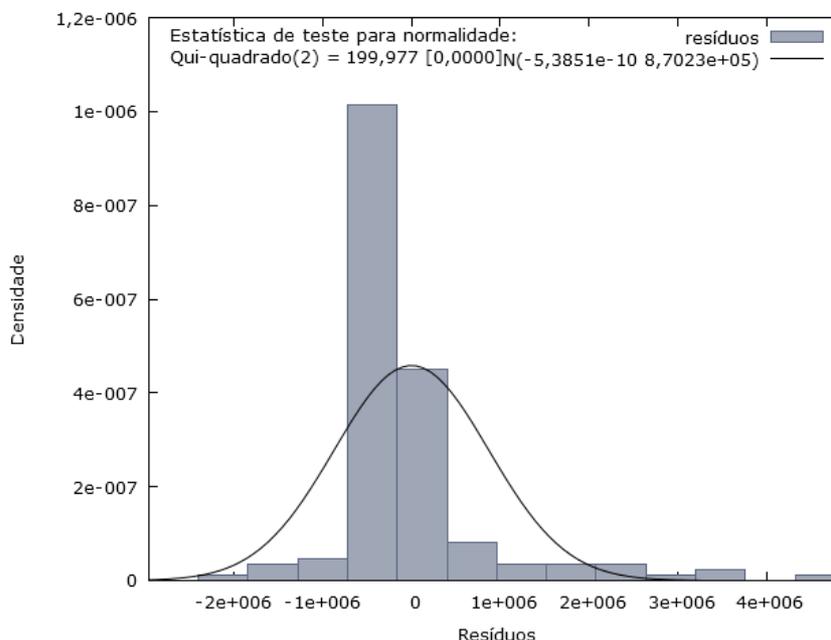
A utilização de variáveis *Dummies* para corrigir as observações aberrantes foi mantida no modelo (1) LAJIDA, da mesma forma que na avaliação do modelo (1) VE.

Do mesmo modo que no modelo VE, foi verificado alto grau de significância do modelo (1) LAJIDA. Consideradas as mesmas justificativas, procedeu-se à análise de diagnósticos dos resíduos.

O modelo (9) cuja referida análise realizada foi completa, bem como foram excluídas todas as empresas cujos valores eram destoantes ou influentes, não apresentou significância estatística para as variáveis que representaram os objetivos de curto e de longo prazo.

A análise estatística dos resíduos mostrou significativo problema de heterocedastidade e normalidade, conforme observado na FIGURA 9:

FIGURA 9 - HISTOGRAMA E TESTE DE NORMALIDADE DOS RESÍDUOS LAJIDA



Notas: (1) Teste de normalidade de Doornik-Hansen; (2) Teste para a hipótese nula de distribuição normal; (3) Cálculos realizados por meio do programa Gretl (versão 1.10.0).

Fonte: Elaborado pela autora.

É importante observar que foram utilizados erros padrão de *Newey-West*, pois permitiriam que testes de significância estatística fossem válidos ainda que na presença de heterocedastidade (GURAJATI, 2006).

Considerando que o modelo (9) não apresentou significância estatística para as variáveis que representaram os objetivos de curto e de longo prazo, assim como os resultados também demonstraram significativo problema de heterocedastidade e normalidade, foi possível afirmar que o tipo de objetivo vinculado à remuneração do executivo, para as empresas da amostra, não influenciaram o desempenho do LAJIDA.

4.3.3 RETORNO TOTAL AOS ACIONISTAS (RTA)

Outro indicador testado para aumentar a robustez dos resultados foi o RTA, conforme demonstrado na TABELA 14. Com a finalidade de reduzir a volatilidade das séries, também para esta variável, foram apresentados logaritmos. Para eliminar as

observações negativas do RTA foi utilizado o seu fator $(1+RTA/100)$. Neste caso, as variáveis Log_Tamanho e a Setor_Cia foram excluídas, visto que não apresentaram significância estatística.

TABELA 14 - MODELO ESTIMADO VIA MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS (MQO) PARA O RETORNO TOTAL AOS ACIONISTAS (RTA)

MODELOS	(1) LOG_RTA	(2) LOG_RTA	(3) LOG_RTA	(4) LOG_RTA	(5) LOG_RTA	(6) LOG_RTA	(7) LOG_RTA
META_CURTO	-0.00292*** (0.000696)	-0.00306*** (0.000720)	-0.00271* (0.00131)	-0.00241 (0.00131)	-0.00219 (0.00131)	-0.00230 (0.00130)	-0.00212 (0.00132)
LOG_DÍVIDA	-0.00140*** (0.000361)	-0.00152*** (0.000391)	-0.00162* (0.000721)	-0.00211** (0.000784)	-0.00251** (0.000814)	-0.00288*** (0.000828)	-0.00328*** (0.000942)
DUMMY5	0.0130*** (0.000876)	0.0130*** (0.000877)					
DUMMY6	-0.00828*** (0.000940)	-0.00832*** (0.000943)					
LOG_TAMANHO		-0.000166 (0.000206)	0.0000803 (0.000380)	0.0000305 (0.000379)	-0.000113 (0.000387)	-0.000203 (0.000386)	-0.000293 (0.000399)
CONSTANTE	0.00579*** (0.00123)	0.00873* (0.00386)	0.00621 (0.00708)	0.00851 (0.00720)	0.0119 (0.00744)	0.0146 (0.00749)	0.0173* (0.00806)
OBSERVAÇÕES	155	155	155	154	153	152	151
R-QUADRADO	0.732	0.733	0.076	0.089	0.097	0.114	0.117

Notas:

Erros padrão entre parênteses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

(1) Foram consideradas as variáveis *dummy5* para corrigir observações aberrantes em SBSP3, SAPR4, CRUZ3, SGAS4, ARTR3, EMBR3, VIVT3, ODPV3, SCAR3, ALPA3, COCE3, CGAS3, PNVL3, ESTC3, MDIA3, POMO3, GETI3, CMIG3, HGTX3, TBLE3, CIEL3, EQTL3, GRND3, HBOR3, MYPK3, LLIS3 e TAE11; e *dummy6* para corrigir observações aberrantes em BRAP3, RNAR3, VIVR3, CBMA3, BTOW3, BISA3, CTNM3, CARD3, GFSA3, GOLL4, GPIV33, LUPA3, MRFG3, MXXM3, PLAS3, PRML3, SGPS3, TOYB3, PETR3, POSI3, ENEV3, MAGG3 e SUZB4;

(2) Considerou a variável Tamanho medida em logaritmo.

(3) Foram consideradas todas as empresas, sem as variáveis *dummies* ou outros ajustes.

(4) Foi excluída a empresa BRAP3.

(5) Excluídas as empresas BRAP3 e CBMA3.

(6) Excluídas as empresas BRAP3, CBMA3, GPIV33.

(7) Foram excluídas as empresas BRAP3, CBMA3, GPIV33 e BMT03.

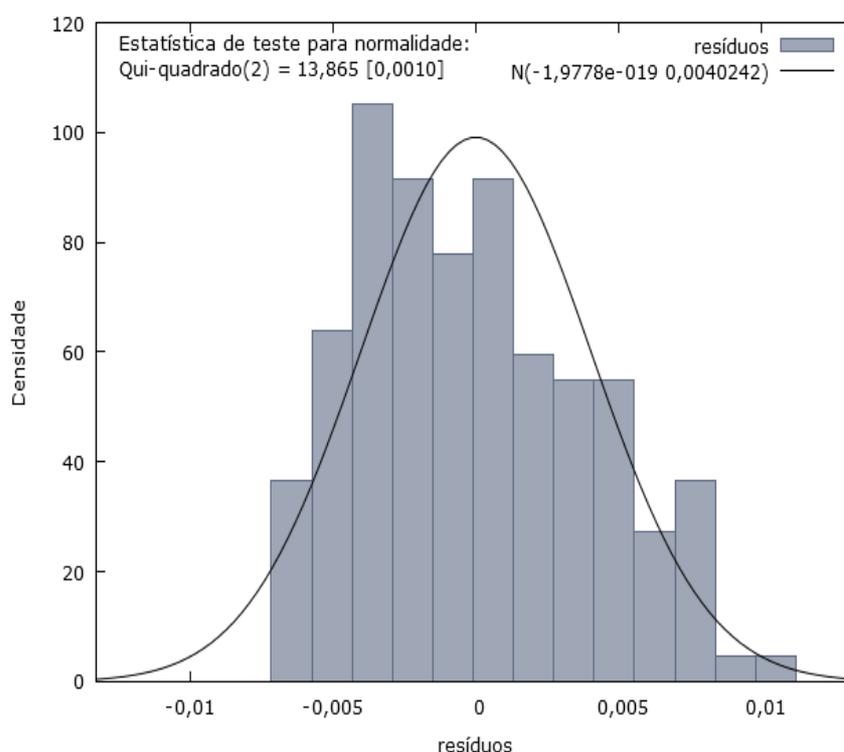
Fonte: Elaborado pela autora.

Novamente, neste caso, como na avaliação de VE e LAJIDA, foi mantida a utilização da variável *Dummy* para corrigir as observações aberrantes no modelo (1) RTA. Igualmente, os resultados apresentaram sinais de que empresas que vinculam a remuneração a objetivos de longo prazo, destacam-se na geração de valor ao acionista.

O mesmo procedimento, referente à análise de diagnósticos dos resíduos utilizados para as variáveis VE e LAJIDA, foi aplicado para o RTA, também devido ao alto grau de significância do modelo. No modelo (7), a análise foi completa, tendo sido excluídas todas as empresas cujos valores eram destoantes ou influentes e não apresentou significância estatística para a variável que representou o objetivo de curto prazo, não se verificando diferença entre metas de curto e de longo prazo, além de diminuir consideravelmente a significância da associação do modelo (0,117).

Foram ainda utilizados os testes de heterocedasticidade e de normalidade dos resíduos estimados. Apesar dos testes no modelo demonstrarem indicações de heterocedasticidade, o uso de erros padrão robustos de Newey-West facultou a avaliação dos resultados que, no entanto, deveria ser aceita com cautela, pois a normalidade não foi detectada nos testes, conforme pode ser observado na FIGURA 10.

FIGURA 10 - HISTOGRAMA E TESTE DE NORMALIDADE DOS RESÍDUOS RTA



Notas: (1) Teste de normalidade de Doornik-Hansen; (2) Teste para a hipótese nula de distribuição normal; (3) Cálculos realizados através do programa Gretl (versão 1.10.0)

Fonte: Elaborado pela autora.

5 CONCLUSÕES

O pacote ideal de remuneração do executivo, atualmente, deve estimular o comportamento voltado para atender aos interesses dos acionistas.

Em razão deste contexto, o objetivo deste estudo foi o de verificar a relação entre a presença de remuneração variável atrelada às metas de longo prazo e o desempenho empresarial, bem como o comportamento do referido desempenho financeiro por setor de atividade e se as empresas mantiveram, decorridos três anos, os mesmos prazos dos objetivos vinculados à remuneração (curto, médio ou longo prazo). A intenção, ao determinar este objetivo, foi o de contribuir com a avaliação da eficácia dos indicadores utilizados para remunerar o reforço do executivo na geração de valor ao acionista.

Segundo as respostas para as questões apresentadas no formulário de referência, para as 155 empresas pesquisadas, verificou-se a tendência pela utilização de objetivo de longo prazo, observada em 66% da amostra. Essa tendência foi confirmada em novo levantamento, considerando-se os formulários de 2013, com aumento do percentual de longo prazo para 78% da amostra. Houve consenso entre o que relata a teoria e a citada tendência de comportamento das empresas, na escolha do tipo de objetivo utilizado para conceder a remuneração ao executivo; pois, na base teórica estudada, prevaleceu o conceito de que o estabelecimento de objetivos de longo prazo representava a condição fundamental para o sucesso e sustentabilidade organizacional.

Em razão das características da amostra, não foi possível validar se a ocorrências de fatores exógenos, próprios de determinado setor, influenciaram o desempenho das empresas no período.

Foram realizados testes de regressão, consideradas três variáveis de desempenho financeiro: Valor da Empresa (VE), Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA) e Retorno Total aos Acionistas (RTA), para responder a questão sobre se a vinculação da remuneração do executivo, às metas de longo prazo, exercia influência na melhoria no desempenho financeiro da empresa gerando, conseqüentemente, maior valor ao acionista, assim como para estimar o grau de associação entre as variáveis.

Os resultados apresentaram consistência apenas para a variável VE, demonstrando uma relação significativa e positiva entre as variáveis explicativas tipo de remuneração e explicada de desempenho financeiro. Os resultados foram, também, congruentes à hipótese estabelecida, uma vez que o percentual, apresentado para as empresas que vincularam a remuneração a objetivos em longo prazo, foi superior às que vincularam em curto prazo, sugerindo que as companhias que escolheram remunerar o alcance de objetivos em longo prazo poderiam contribuir mais significativamente com a elevação do valor agregado ao acionista.

Os testes de regressão demonstraram baixo poder de explicação para as variáveis LAJIDA e RTA, inviabilizando a confirmação da hipótese estabelecida.

Vários autores pesquisaram, no contexto brasileiro, o impacto da remuneração dos executivos no desempenho das empresas. Igualmente aos resultados deste estudo, Krauter (2009) não encontrou relações positivas ou significantes entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas. Entretanto, os resultados encontrados por Krauter (2013) e Gonzaga; Yoshinaga; Eid Junior (2013) sugeriram evidências de relação significativa entre incentivos oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas da amostra.

As características deste estudo possibilitaram verificar a tendência das empresas em transparecer as formas de remuneração variável praticada para seus executivos, visto que identificou apenas 19 empresas no universo de 378 que não responderam aos questionamentos apresentados para o tema nos FRs. Da mesma forma, Oliva; Albuquerque (2007) que verificaram a expansão no uso da remuneração variável para os administradores criou um ambiente propenso ao aperfeiçoamento dos mecanismos de controle.

Quanto ao aspecto do uso de objetivo de longo prazo, do mesmo modo que este estudo, os resultados dos testes da pesquisa realizada por Pinheiro; Galdi; Oyadomari (2012), para o uso do lucro residual para os propósitos de incentivo e a sua influência no comportamento dos gerentes, não confirmaram a hipótese de que a avaliação de desempenho, baseada no EVA[®], usada para os propósitos de incentivo, afetava positivamente as decisões intertemporais. Por outro lado, Santos (2012) pesquisou o tema e concluiu que o uso do lucro econômico em contratos de incentivos foi útil ao mitigar a visão em curto prazo, promovendo aumento do esforço congruente com objetivos de longo prazo.

Este estudo poderia ser reavaliado no futuro, com maior profundidade, uma vez que a exigência pela disponibilização das informações sobre remuneração, nos formulários de referência, é recente e, também, tem aumentado a cobrança por maior transparência na publicação de dados econômico-financeiros das empresas.

Para que isto ocorra com maior eficácia, é necessário que os órgãos fiscalizadores e os Conselhos de Administração assegurem que as empresas sejam transparentes, bem como que os documentos publicados sejam capazes de evidenciar que as ações adotadas foram corretas e guardaram relação direta com os interesses dos acionistas.

É igualmente necessário que existam instrumentos de mensuração coerentes e ferramentas capacitadas para avaliar se foram alcançados os objetivos desejados com os índices de qualidade esperados, que tenham a competência de mitigar os vieses de comportamento.

Finalmente, não foi possível, neste estudo, assegurar se a remuneração do executivo vinculada aos objetivos de longo prazo realmente garante melhores resultados. Ainda, identificou, considerando-se a base teórica estudada, a qualidade e quantidade dos dados disponibilizados que é necessário:

- Maior transparência das empresas na apresentação de dados administrativos e financeiros.
- Elaboração de indicadores e métricas para aferição dos resultados precisos.
- Estudos aprofundados de métodos e técnicas psicológicas destinadas a mitigar os vieses comportamentais e cognitivos.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B. **Sistemas de remuneração gerencial e orientação temporal dos gestores**. 2009. 206 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)-Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-11092009-093820/publico/Andson_Braga_Aguiar.pdf>. Acesso em: 21 set. 2013.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 62, n. 5, p. 777-795. 1972. Disponível em: <<https://www.aeaweb.org/aer/top20/62.5.777-795.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2015.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. 12. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2008.
- ARAÚJO JÚNIOR, E. A. **Ensaio metodológico sobre Ronald Coase: teoria da firma e das instituições jurídicas**. 1996. 99 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1996. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/134/000081550.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 25 set. 2014.
- ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 2003. 202 f. Tese (Livre-Docência)–Departamento de Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.
- _____. **Estrutura e análise de balanço: um enfoque econômico-financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ASSUNÇÃO, R. R. et al. Complexidade organizacional e governança corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, PR, v. 33, n.1, p. 105-122, ene.-abr. 2014. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=307130919008>>. Acesso em: 30 jan. 2015.
- BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 43, n. 3, p. 593-616. 1988. Disponível em: <http://people.exeter.ac.uk/maf206/baker_jensen_murphy_1988.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2015.

BAKER, M.; WURGLER, J. Behavioral corporate finance: an updated survey. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (Ed.). **Handbook of the economics of finance**. Amsterdam: Elsevier, 2013. v. 2, pt. A, p. 351-417. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/jwurgler/papers/bcfsurvey2v20.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2015.

BANCO CENTRAL. **Resolução 3.921 de 25 de novembro de 2010**. Dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. São Paulo, 25 nov. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3921_v1_O.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2014.

BANDURA, A. **Social foundations of thought and action: a social cognitive theory**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1986.

BARRIONUEVO FILHO, A. A separação entre propriedade acionária e controle administrativo: revisitando os clássicos. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 27, n. 4, p. 31-37, Oct.-Dec. 1987. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901987000400005&script=sci_arttext>. Acesso em: 02 set. 2014.

BAZERMAN, M. H.; MOORE, D. **Processo decisório**. 8. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2013.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. **Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge: Harvard University Press, 2004. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Performance-Part2.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2015.

_____; GRINSTEIN, Y.; PEYER, U. **Lucky CEOs**. NBER Working Paper, Cambridge, n. 12771, Dec. 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12771.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2015.

BÉNABOU, R.; TIROLE, J. Intrinsic and extrinsic motivation. **Review of Economic Studies**, Stockholm, v. 70, n. 3, p. 489-520, Jul. 2003. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~rbenabou/papers/RES2003.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction, 1932. 396 p. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/3308267?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21106257797741>>. Acesso em: 01 maio 2015.

BERRINGER, A. J. R. A.; CORRÊA M. A. Lei Sarbanes Oxley: Impactos em uma empresa brasileira de capital. **Interação: Revista Científica da Faculdade das Américas**, São Paulo, SP, v. 1, n. 1, 2007. Disponível em: <<http://www.portalamericas.edu.br/revista/pdf/ed1/art2.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2015.

BM&FBOVESPA. **BM&FBOVESPA S.A.:** bolsa de valores, mercadorias e futuros: formulário de referência, 2010. São Paulo, 2010. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/959/BVMF_FormulriodeReferencia_2010.pdf>. 173 p. Acesso em: 30 mar. 2014.

BOLTON, P.; SCHEINKMAN, J.; XIONG, W. Executive compensation and short-termist behavior in speculative markets. **Review of Economic Studies**, Stockholm, v. 73, n. 3, p. 577-610, 2006. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/ceo.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2014.

BRASIL. Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/inst/400/inst480.pdf>>. Acesso em: 30 mar. 2014.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 dez. 1964, Seção 1, p. 28. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1960-1969/lei-4595-31-dezembro-1964-353886-publicacaooriginal-1-pl.html>>. Acesso em: 18 jun. 2014.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976, Seção 1, p. 1. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6404-15-dezembro-1976-368447-publicacaooriginal-1-pl.html>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 06 maio. 1997. Seção 1, p. 9009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm>. Acesso em: 15 jun. 2014.

BURTON, E.; SHAH, S. **Behavioral finance**: understanding the social, cognitive, and economic debates. New Jersey: Wiley, 2013.

BUSHMAN, R. et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 37, p. 167-201, 2004. Disponível em: <<https://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/bio/governance.pdf>>. Acesso em: 01 fev. 2015.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 42, n. 2, p. 207-252, May. 2004. Disponível em: <<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v34.n4.1560>>. Acesso em: 23 jan. 2015.

CARTON, R. B. **Measuring organizational performance: an exploratory study** 2004. 318 f. Dissertation (Doctor of Philosophy)—Graduate Faculty of The University of Georgia, MBA The University of Georgia, Athens, Georgia, 2004. Disponível em: <https://getd.libs.uga.edu/pdfs/carton_robert_b_200405_phd.pdf>. Acesso em: 27 ago. 2014.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul.-set. 2002. Disponível em: <www.rausp.usp.br/download.asp?file=V370319.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2014.

CASTANHEIRA, J. Você pode ficar milionário. **Revista Exame**, São Paulo, n. 624, 3 dez. 1996. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/624/noticias/voce-pode-ficar-milionario-m0053998>>. Acesso em: 24 jan. 2015.

CATELLI, A. et al. Gestão econômica de organizações governamentais. In: CONGRESO INTERNACIONAL DE COSTOS, 7., 4-6 jul. 2001, León, España,. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<http://www.intercostos.org/pt/component/congresos/459?view=documento>>. Acesso em: 23 set. 2013.

CHIAVENATO, I. **Gestão de pessoas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

_____; SAPIRO, A. **Planejamento estratégico**: fundamentos e aplicações: da intenção aos resultados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937. Disponível em:
<<http://www.colorado.edu/ibs/eb/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>>. Acesso em: 19 jun. 2014.

COELHO, F. EBITDA: A Busca de uma Melhor Compreensão do Maior Vox Populi do Mercado Financeiro. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro. Ano VI - n. 26, p. 42-49, nov.-dez. 2004 a Jan 2005. Disponível em:
<<http://www.fabianocoelho.com.br/artigos-contabilidade-gestao/Artigo-EBITDA-A-busca-de-uma-melhor-compreensao-do-maior-vox-populi-do-mercado-financeiro.pdf>>. Acesso em: 19 jun. 2014.

COLLINS, D. W.; GONG, G.; LI, H. Corporate governance and backdating of executive stock options. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 26, n. 2, p. 403-445, 2009. Disponível em:
<<http://www.personal.psu.edu/faculty/g/u/gug3/CollinsGongLi082008.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2015.

CONYON, M.J. Executive compensation and incentive. **Academy of Management Perspectives**, Briarcliff Manor, v. 26, n. 1, p. 25-44, Feb. 2006. Disponível em:
<<http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/executiveCompensationAndIncentives.pdf>>. Acesso em: 30 set. 2014.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas-valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

COSTA, M. O.; TEIXEIRA, A. J. C.; GALDI, F. C. Associação entre a remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da América Latina. In: ENANPAD 2013 – ENCONRO DA ANPAD, 37., 7-11 set. 2013, Rio de Janeiro. **Anais eletrônico...** Rio de Janeiro, 2013. Disponível em:
<http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/CON404-Monica%20de%20Oliveira%20Costa.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2014.

DAMODARAN, A. **Corporate finance**: theory and practice. 2. ed. New York: Wiley, 2001 (Wiley Series in Finance).

DIEHL, A. A.; TATIM, D. C. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice-Hall. 2004.

DITTMANN, I.; MAUG, E. Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay. **Journal of Finance**, Malden, v. 62, n. 1, p. 303-343, Feb. 2007. Disponível em: <<https://gates.comm.virginia.edu/uvafinanceseminar/2004-ErnstMaug.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2014.

DOBBS, R.; KOLLER, T. Measuring long-term performance. **McKinsey on Finance**, [S.l.], v. 16, p. 1-6, Summer 2005. Disponível em: <http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/corporate%20finance/mof/pdf%20issues/mof_issue_16_summer%2005.ashx>. Acesso em: 29 ago. 2014.

DUTRA, J. S. **Competências: conceitos e instrumentos para a gestão de pessoas na empresa moderna**. São Paulo: Atlas, 2004.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

ENDEAVOR BRASIL. **Remuneração variável: como recompensar seu time pelo resultado**. [S. l.]: Endeavor Brasil, [2015]. Disponível em: <http://eldorado.srv.br/teste/ebooks/Ebook_remuneracaovariavel.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2015.

ESTADOS UNIDOS (Leis etc.). **Sarbanes-Oxley Act 2002. H.R. 3763. 107th Cong. (2001-2002)**. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Pub. L. nº 107-204, Jul. 30, 2002. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2014.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Malden, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970. Paper present at Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. Disponível em: <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>>. Acesso em: 21 jul. 2014.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital: as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, p. 27-36, 2000. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/C11-art04.pdf>>. Acesso em: 24 jul. 2014.

FERNANDES, A. L. C. et al. **Mercados, produtos e valorimetria de activos financeiros**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2014.

FERREIRA, J. K. F. S.; SILVA, R. F. M.; GUILHERME, H. F. Um panorama evolutivo das finanças e a aplicação das finanças comportamentais na análise de tomada de decisão dos investidores no mercado de capitais. In: SEMINÁRIO UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 3., 22-23 out. 2009, Recife. **O contador e os novos desafios da profissão contábil**. Recife: UFPE, 2009. Disponível em: <http://www.controladoria.ufpe.br/Anais2009/artigos/tema_6/80.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2015.

FIGUEIREDO FILHO, D. et al. O que fazer e o que não fazer com a regressão: Pressupostos e aplicações do modelo linear de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). **Revista Política Hoje**, Recife, v. 20, n. 1, p. 44-99, 2011. Disponível em: <<http://www.revista.ufpe.br/politica/hoje/index.php/politica/article/view/117/88>>. Acesso em: 16 fev. 2015.

FURTADO, W. **Guia para investir em ações**. São Paulo: Elsevier, 2010. (Coleção Expo Money).

GALDI, F. C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. 119 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)—Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-04062008-101832/publico/Tese_FernandoGaldi_FINAL.pdf>. Acesso em: 27 ago. 2014.

GERVAIS, S.; HEATON, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. **Journal of Finance**, Malden, v. 66, n. 5, p. 1735-1777, Oct. 2011. Disponível em: <<http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Presentation%20Slides/2011/5/4763.pdf>>. Acesso em: 23 out. 2014.

GIBBS, M. et al. Performance measure properties and incentive: System design. **Industrial Relations**, Malden, v. 48, n. 2, p. 237-264, Apr. 2009. Disponível em: <<https://msbfile03.usc.edu/digitalmeasures/kmerchan/intellcont/Performance%20Measure%20Properties%20%20Incentive%20System%20Design-1.pdf>>. Acesso em: 04 jan. 2015.

GONZAGA, R. P.; YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. Relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 24, n. 3, p. 103-118, jul.-set. 2013. Disponível em: <www.spell.org.br/documentos/download/33664>. Acesso em: 13 ago. 2014.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, Dec. 2005. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID647702_code135849.pdf?abstractid=491627&mirid=1>. Acesso em: 24 nov. 2014.

GUEDES, M. I. M. C. E. S.. **A remuneração dos administradores: perspectiva a partir da crise de 2008**. 2010. 76 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Privatísticas)–Faculdade de Direito, Universidade do Porto. Porto, Portugal, 2010. Disponível em: <http://sigarra.up.pt/fdup/en/publs_pesquisa.show_publ_file?pct_gdoc_id=11457>. Acesso em: 19 jan. 2015.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. São Paulo: McGraw Hill Brasil, 2011.

HERON, R. A.; LIE, E. **Do stock options overcome managerial risk aversion?: evidence from option exercises**. [S.l.], Mar. 2013. Disponível em: <<http://www.northeastern.edu/kkrishnan/seminar%20papers/Exercises03252013.pdf>>. Acesso em: 25 jan. 2015.

HOLTMANN, M. **Principles for designing staff incentive schemes**. [S.l.]: Microsave, 2002. Disponível em: <http://www.microsave.net/files/pdf/Principles_for_Designing_Staff_Incentive_Schemes.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2015.

HOLTZ, L. et al. Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 6, n. 3, p. 321-347, 2013. Disponível em: <www.spell.org.br/documentos/download/18179>. Acesso em: 12 ago. 2014.

HUERTA DE SOTO, J. **A escola austríaca**. 2. ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010. Disponível em:

<<http://www.mises.org.br/files/literature/Escola%20Austr%C3%ADaca%20-%20Mercado%20e%20criatividade%20empresarial%20-%20WEB.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2014.

_____. **Histórico**. [1995?] Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18066>>. Acesso em: 02 maio. 2015.

_____. **Remuneração dos administradores**. 4. ed. [São Paulo], 2012. Disponível em:

<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/PesquisaRemuneracaoAdmin_4Edicao%281%29.pdf>. Acesso em: 08jun.2014.

JAFFE, J. F.; WESTERFIELD, W.; ROSS, S. A. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

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, Oct. 1976. Disponível em: <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2014.

_____; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, n. 2, p. 225-264, Apr. 1990. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/Jensen-Murphy.pdf>>. Acesso em: 05 jul. 2014.

_____; _____; WRUCK, E. G. **Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them**. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper, n. 44, p. 1-107, Jul. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 16 jul. 2014.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, New York, v. 47, n. 2. p. 263-292, Mar. 1979. Disponível em: <<http://people.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/ProspectTheory.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2014.

KAPLAN, R. S.; NORTON, David P. Using the balanced scorecard as a strategic management system. **Harvard Business Review**. Boston, v. 74, n. 1, p. 75-85, jan-fev. 1996. Disponível em: <<https://labcalidad.files.wordpress.com/2013/02/oil.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2014.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro**: um estudo com empresas industriais brasileiras. 2009. 180f. Tese (Doutorado em Administração)–Faculdade de Economia, São Paulo, 2009. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-29052009-092957/publico/Tese_EKrauter.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2014.

_____. Executive compensation and financial performance in Brazilian companies, **Social Science Research Network - SSRN**, USA, Nov. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2171041>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2171041>>. Acesso em: 18 jun. 2014.

_____. Planos de Remuneração Variável Arelados ao EVA: Um Estudo de Caso. **Revista Alcance**, Itajaí, v. 12, n. 2, p. 257-268, 2005. Disponível em: <www6.univali.br/seer/index.php/ra/article/download/268/232>. Acesso em: 03 jul. 2014.

_____. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: Um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade - REPeC**, Brasília, v. 7, n. 3, p. 1-16, jul-set. 2013. Disponível em: <<http://www.progep.org.br/MelhoresEmpresas/InfoDocs/REMUNERA%C3%87%C3%83O%20DOS%20EXECUTIVOS%20E%20DESEMPENHO%20FINANCEIRO%20UM%20ESTUDO%20COM%20EMPRESAS%20BRASILEIRAS.pdf>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

_____; SOUSA, A. F. Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso. SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 10., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/10semead/sistema/resultado/trabalhosPDF/519.pdf>>. Acesso em: 13 jul. 2014.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World, **The Journal of Finance**, Aldan, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999. Disponível em: <https://business.illinois.edu/aguilera/Teaching/ICC/LaPorta.etal_1999_JOF_COaroundWorld.pdf>. Acesso em: 09 out. 2014.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, Dec. 2002. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00457/pdf>>. Acesso em: 14 out. 2014.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1/3, p. 3-87, Dec. 2001. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000374>>. Acesso em: 12 jan. 2015.

LAWLER III, E. E.; BOUDREAU, J. W. Creating an effective human capital strategy. **The HR magazine**, Virginia, v. 57, n. 8, p. 57-59, Aug. 2012. Disponível em: <<http://jpkc.fudan.edu.cn/picture/article/296/e8/42/91ba14764a0a8fa1617e387407af/9b1f9d38-cb13-4248-88f5-49dc3c1f545a.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2015.

LINTNER, J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock. **The Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 47, n. 1, p. 13-37, Feb. 1965. Disponível em: <<http://www.shrm.org/publications/hrmagazine/editorialcontent/2012/0812/pages/0812boudreau.aspx>>. Acesso em: 13 jan. 2015.

LOEWENSTEIN, G.; THALER, R. H. Anomalies: Intertemporal Choice. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 3, n. 4, p. 181-193. Fall 1989. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.3.4.181>>. Acesso em: 13 jan. 2015.

LUCCHESI, E. P. **O efeito disposição e suas motivações comportamentais**: um estudo com base na atuação de gestores de fundos de investimento em ações. 2010. 178 f. Tese (Doutorado em Administração)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-26052010-114534/publico/EduardoLucchesiTese.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2014.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, Aldan, v. 7, n. 1, p. 77-91, mar. 1952. Disponível em: <https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf>. Acesso em: 04 fev. 2015.

MCCULLAGH, P.; NELDER, J. A. **Generalized linear models**. 2nd ed. London: Chapman and Hall, 1989. 532 p. (Monographs on Statistics & Applied Probability, 37).

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 38, n. 2, p. 163-184, Jun. 1995.

Disponível em:

<http://www.academia.edu/3405209/Executive_compensation_structure_ownership_and_firm_performance>. Acesso em: 03 fev. 2015.

MELEGA, R. **Desempenho da firma e práticas de governança corporativa: um modelo de equações simultâneas**. 2011. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Organizações e Gestão do Conhecimento) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2011. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18157/tde-21102011-114848/publico/RAYANIMELEGA.pdf>. Acesso em: 03 fev. 2015.

MINAMIDE, C. H. Sistemas de remuneração tradicionais e a remuneração estratégica. **Empregos**, São Paulo, 2009. Disponível em:

<http://carreiras.empregos.com.br/carreira/comunique_se/col_leitor/120404-sistemas_remuneracao_camila.shtm>. Acesso em: 06 jun. 2015.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.

MOREIRA, V. S. L. A remuneração variável alternativa de biopoder na modernidade líquida. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 11, n. 4, jul.-ago. 2005. Disponível em: <seer.ufrgs.br/index.php/read/article/download/40643/25854>. Acesso em: 08 ago. 2014.

MOTTA, W. H. Remuneração variável: “stock options”, valor econômico agregado, participação nos lucros ou resultados e benefícios flexíveis. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA (SEGeT'2005), 2., 369-648 Jan. 2005, Resende (RJ). **Anais...** Resende (RJ): Associação Educacional Dom Bosco, 2005. Disponível em:

<http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos05/6_REMUNERACAO%20variavel.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2015.

MURPHY K. J.; JENSEN, M. C. CEO bonus plans: and how to fix them. **Harvard Business School**, Cambridge, NOM Unit Working Paper 12-022, p. 1-64, Nov. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1935654>. Acesso em: 18 jun. 2014.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/>>. Acesso em: 08 dez. 2014.

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**, Rio Grande do Sul, v. 4, n. 1, p. 61-73, jan.-apr. 2007. Disponível em: <revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/5592/2796>. Acesso em: 02 abr. 2015.

OYADOMARI, J. T. C. et al. Sistemas de Controle Gerencial: estudo de caso comparativo em empresas inovadoras no Brasil. Blumenau, **Revista Universo Contábil**. v. 6, n. 4, p. 21-34, out./dez. 2010. Disponível em: <proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/download/1317/1420>. Acesso em: 11 jan. 2015.

PADOVEZE, C. L. **Manual de contabilidade básica**: uma introdução à prática contábil. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

PATTO, J. A importância da remuneração variável. In: ENDEAVOR BRASIL. **Remuneração variável**: como recompensar seu time pelo resultado [EBOOK]. Endeavor Brasil, [2015]. Disponível em: <http://eldorado.srv.br/teste/ebooks/Ebook_remuneracaovariavel.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2015.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 49-59, out. 2014. Disponível em: <www.revistas.usp.br/rco/article/download/55613/72198>. Acesso em: 14 out. 2014.

PEREIRA FILHO, J. L.; WOOD JUNIOR, T. Remuneração Estratégica: a Nova Vantagem Competitiva. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 21-25, jul-ago. 1995. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75901995000400013.pdf>. Acesso em: 04 dez. 2014.

PINHEIRO, P. N.; GALDI, F. C.; OYADOMARI, J. C. T. Efeitos da gestão baseada em EVA[®] nas decisões intertemporais: um estudo com gerentes de vendas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 47, n. 2, p. 231-248, abr.-jun. 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rausp/v47n2/a06v47n2.pdf>>. Acesso em: 16 ago. 2014.

PORTER, M. E. How competitive forces shape strategy. **Harvard Business Review**, Cambridge, mar. 1979. Disponível em: <<https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>>. Acesso em: 16 dez. 2014.

PORTERFIELD, J. T. S. **Decisões de Investimento e custo de capital**. São Paulo: Atlas, 1976.

PÓVOA, A. **Valuation**: Como Precificar Ações. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2012.

PRESTES, A. **Remuneração variável**: Como garantir que estou legalmente fazendo a coisa certa e me precaver de ações trabalhistas. Publicado 31 mar. 2014. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/como-fazer-um-plano-legal-de-remuneracao-variavel/>>. Acesso em: 16 dez. 2014.

ROGERS, P.; FAVATO, V.; SECURATO, J. R. Efeito educação financeira no processo de tomada de decisões em investimentos: um estudo a luz das finanças comportamentais. In: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), 2., 15-17 jun. 2008, Salvador. **Anais...** Salvador: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2008. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/anpcont2.pdf>>. Acessado em: 15 set. 2014.

_____; SECURATO, J. R. Estudo Comparativo no Mercado Brasileiro do Estudo Comparativo no Mercado Brasileiro do Capital Asset Pricing Model Pricing Model (CAPM), Modelo 3-Fatores de Fama e French e Reward Beta Reward Beta Approach. **Revista de Administração Contemporânea - Eletrônica - ANPAD**, Curitiba, v. 3, n. 1, art. 9, p. 159-179, jan.-abr. 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_819.pdf>. Acessado em: 08 jul. 2014.

RUMSEY, D. **Estatística II Para Leigos** [Tradução da 1ª ed]. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48 n. 2, p. 79-86, abr.-jun, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>>. Acesso em: 06 ago. 2014.

SAMUELSON, P. A. Rational Theory of Warrant Pricing. **Industrial Management Review**, Cambridge, v. 6, n. 2, p.13, Spring.1965. Disponível em: <<http://www.ieor.berkeley.edu/~ieor298/Reading/Samueson-McKean.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2015.

SANTOS, L. P. G. **O uso do lucro econômico na formulação de contratos de incentivo contingentes ao desempenho e o problema do horizonte**: uma análise experimental. 2012. 145f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15012013-131500/publico/LuisPauloGuimaraesdosSantosVC.pdf>. Acesso em: 03 jun. 2014.

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, **The Journal of Finance**, Aldan, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sep. 1964. Disponível em: <http://psc.ky.gov/pscecf/2012-00221/rateintervention@ag.ky.gov/10252012f/sharpe_-_CAPM.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2015.

SHLEIFER A., VISHNY R, W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, West Sussex, v. 52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x/pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2014.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2006. 256 p.

_____. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/publico/Dissertacao_Alexandre_Di_Miceli.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2014.

_____; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, set. 2003. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v43n3/v43n3a05.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

SLOAN, R. G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1, p. 335-347, Dec. 2001. Disponível em: <<http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/sloan%282001%29%20acc%20gov%20comment.pdf>>. Acesso em: 07 set. 2014.

SOUZA NETO, J. A.; MARTINS, H. C. **Finanças e governança corporativa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. 309 p.

TIAN, G. Y.; TWITE, G. J. Corporate governance, external market discipline and firm productivity. **Journal of Corporate Finance**, Georgia, v. 17, n. 3, p. 207-390, Apr. 2011. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2428320_code375714.pdf?abstractid=1539118&mirid=1>. Acesso em: 18 set. 2014.

UMEDA, N.; LANCHÁ, V. M.; DIAS, W. S. **Pagamento baseado em ações**. 2013. 48 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em IFRS-CPC)–Macro 4 Escola de Negócios, São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.macro4.com.br/artigos/25-pagamento-baseado-em-acoes>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

VASCONCELOS, Y. L. EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 136, p. 38-47, jul.-ago. 2002. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos122012/11.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2014.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **The Academy of Management Review**, New York, v. 11, n. 4, p. 801-814, Oct. 1986. Disponível em: <dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/48704/onmeasurementofb85venk.pdf?sequence=1>. Acesso em: 12 jul. 2014.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/130890210/VERGARA-Sylvia-Constant-Projetos-e-Relatorios-de-Pesquisa-em-Administracao#scribd>>. Acesso em: 07 maio. 2014.

WOOD JR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: A Nova Vantagem Competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation**. New York: McGraw-Hill, 2001.

_____. **EVA e gestão baseada em valor: Guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZIMPECK, B. G. **Administração de salários: Sistemas e métodos de: análise e descrição de cargos, pesquisas e escalas salariais, avaliação de desempenho, avaliação de cargos**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1990.

APÊNDICE A - AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO DESEMPENHO FINANCEIRO POR SETOR DE ATIVIDADE

QUADRO 6 - TIPO DE OBJETIVO 2010 COMPARADO A 2013

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO 2010	CURTO E LONGO PRAZO	MANTEVE OU MUDOU PRÁTICA
AES Elpa	Energia Elétrica	Curto	Curto	Manteve
AES Tiete	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Alpargatas	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Arteris	Transporte Serviços	Curto	Curto	Manteve
B2W Digital	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Battistella	Comércio	Curto	Longo	Longo
Bematech	Eletroeletrônicos	Longo	Longo	Manteve
BHG	Outros	Curto	Longo	Longo
Bombril	Química	Curto	Curto	Manteve
BR Brokers	Outros	Longo	Longo	Manteve
BR Malls Par	Outros	Longo	Longo	Manteve
Bradespar	Outros	Curto	Longo	Longo
Braskem	Química	Longo	Longo	Manteve
Brasmotor	Eletroeletrônicos	Curto	Longo	Longo
BRF SA	Alimentos e Bebidas	Longo	Longo	Manteve
Brookfield	Construção	Longo	Longo	Manteve
Cambuci	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
CCR SA	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Celesc	Energia Elétrica	Curto	Curto	Manteve
Cemig	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Cesp	Energia Elétrica	Curto	Longo	Longo
Cia Hering	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Cielo	Software e Dados	Longo	Longo	Manteve
Cobrasma	Veículos e Peças	Curto	Curto	Manteve
Coelce	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Comgas	Petróleo e Gás	Longo	Longo	Manteve
Contax	Outros	Longo	Longo	Manteve
Copasa	Outros	Longo	Longo	Manteve
Copel	Energia Elétrica	Curto	Curto	Manteve
Coteminas	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
CPFL Energia	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Cr2	Construção	Longo	Longo	Manteve
Cremer	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Csu Cardsyst	Outros	Longo	Longo	Manteve
Cyre Com-Ccp	Outros	Longo	Longo	Manteve

Continua folha 1-4 (...)

(...) Continuação folha 2-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO 2010	CURTO E LONGO PRAZO	MANTEVE OU MUDOU PRÁTICA
Cyrela Realt	Construção	Longo	Longo	Manteve
Dasa	Outros	Longo	Longo	Manteve
Dimed	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Direcional	Construção	Longo	Longo	Manteve
Dtcom Direct	Outros	Curto	Longo	Longo
Duratex	Outros	Longo	Longo	Manteve
Elektrobras	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Eletropaulo	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Embraer	Veículos e peças	Curto	Longo	Longo
Embratel Part	Telecomunicações	Curto	Curto	Manteve
Energias BR	Energia Elétrica	Curto	Longo	Longo
Energisa	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Eneva	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Equatorial	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Estacio Part	Outros	Longo	Longo	Manteve
Estrela	Outros	Curto	Curto	Manteve
Eternit	Minerais não Metal	Longo	Longo	Manteve
Eucatex	Outros	Curto	Longo	Longo
Even	Construção	Longo	Longo	Manteve
Fer Heringer	Química	Curto	Curto	Manteve
Ferbasa	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Curto	Manteve
Fibria	Papel e Celulose	Longo	Longo	Manteve
Fleury	Outros	Longo	Longo	Manteve
Forja Taurus	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Curto	Manteve
Gafisa	Construção	Longo	Longo	Manteve
Generalshopp	Outros	Longo	Longo	Manteve
Gerdau	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Longo	Manteve
Gerdau Met	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Longo	Manteve
Gol	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Gp Invest	Outros	Longo	Longo	Manteve
Grazziotin	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Grendene	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Guararapes	Têxtil	Curto	Curto	Manteve
Helbor	Construção	Longo	Longo	Manteve
Hypermarcas	Outros	Longo	Longo	Manteve
Ideiasnet	Outros	Curto	Curto	Manteve
Iguatemi	Outros	Longo	Longo	Manteve
Inds Romi	Máquinas Industriais	Curto	Curto	Manteve
Inepar	Outros	Curto	Curto	Manteve

Continua folha 3-4 (...)

(...) Continuação folha 2-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO 2010	CURTO E LONGO PRAZO	MANTEVE OU MUDOU PRÁTICA
Inepar Tel	Telecomunicações	Curto	Curto	Manteve
lochp-Maxion	Veículos e Peças	Longo	Longo	Manteve
Itausa	Outros	Longo	Longo	Manteve
Itautec	Eletroeletrônicos	Longo	Longo	Manteve
JBS	Alimentos e Bebidas	Longo	Longo	Manteve
Jereissati	Outros	Longo	Longo	Manteve
JHSF Part	Construção	Curto	Curto	Manteve
Josapar	Alimentos e Bebidas	Curto	Curto	Manteve
Karsten	Têxtil	Curto	Curto	Manteve
Kepler Weber	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Longo	Manteve
Le Lis Blanc	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Light S/A	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Localiza	Outros	Longo	Longo	Manteve
Log-In	Transporte Serviços	Curto	Longo	Longo
Lojas Americ	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Lojas Marisa	Comércio	Curto	Longo	Longo
Lojas Renner	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Lopes Brasil	Outros	Longo	Longo	Manteve
Lupatech	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Longo	Manteve
M.Diasbranco	Alimentos e Bebidas	Longo	Longo	Manteve
Magnesita SA	Mineração	Longo	Longo	Manteve
Mangels Indl	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Curto	Manteve
Marcopolo	Veículos e peças	Longo	Longo	Manteve
Marfrig	Alimentos e Bebidas	Longo	Longo	Manteve
Metal frio	Máquinas Industriais	Longo	Longo	Manteve
Metisa	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Curto	Manteve
Minupar	Alimentos e Bebidas	Curto	Curto	Manteve
MMX Miner	Mineração	Longo	Longo	Manteve
MRV	Construção	Longo	Longo	Manteve
Multiplan	Outros	Longo	Longo	Manteve
Natura	Comércio	Curto	Longo	Longo
Odontoprev	Outros	Longo	Longo	Manteve
Oi	Telecomunicações	Longo	Longo	Manteve
P.Acucar-Cbd	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Paranapanema	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Curto	Manteve
PDG Realt	Construção	Curto	Longo	Longo
Petrobras	Petróleo e Gás	Longo	Longo	Manteve
Plascar Part	Veículos e peças	Longo	Longo	Manteve
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	Longo	Longo	Manteve

Continua folha 3-4 (...)

(...) Continuação folha 4-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO 2010	CURTO E LONGO PRAZO	MANTEVE OU MUDOU PRÁTICA
Profarma	Comércio	Curto	Curto	Manteve
Providencia	Química	Curto	Longo	Longo
Prumo	Outros	Longo	Longo	Manteve
RaiaDrogasil	Comércio	Longo	Longo	Manteve
Randon Part	Veículos e Peças	Longo	Longo	Manteve
Recrusul	Veículos e peças	Curto	Curto	Manteve
Renar	Agro e Pesca	Curto	Curto	Manteve
Rodobensimob	Construção	Longo	Longo	Manteve
Rossi Resid	Construção	Curto	Longo	Longo
Sabesp	Outros	Curto	Curto	Manteve
Sanepar	Outros	Curto	Curto	Manteve
Santos Brp	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Sao Carlos	Outros	Longo	Longo	Manteve
Sao Martinho	Alimentos e Bebidas	Curto	Curto	Manteve
Saraiva Livr	Outros	Longo	Longo	Manteve
Schulz	Veículos e Peças	Longo	Longo	Manteve
Sid Nacional	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Longo	Manteve
SLC Agricola	Agro e Pesca	Longo	Longo	Manteve
Souza Cruz	Outros	Curto	Curto	Manteve
Springs	Têxtil	Longo	Longo	Manteve
Suzano Papel	Papel e Celulose	Longo	Longo	Manteve
Taesá	Energia Elétrica	Longo	Longo	Manteve
Tecnisa	Construção	Longo	Longo	Manteve
Tectoy	Outros	Longo	Longo	Manteve
Tegma	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Teka	Têxtil	Curto	Curto	Manteve
Telef Brasil	Telecomunicações	Curto	Longo	Longo
Tempo Part	Outros	Curto	Curto	Manteve
Tim Part S/A	Telecomunicações	Longo	Longo	Manteve
Totvs	Software e Dados	Longo	Longo	Manteve
Tractebel	Energia Elétrica	Longo	Curto	Curto
Trisul	Construção	Longo	Longo	Manteve
Triunfo Part	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Unipar	Química	Curto	Curto	Manteve
V-Agro	Outros	Curto	Longo	Longo
Vale	Mineração	Longo	Longo	Manteve
Valid	Outros	Longo	Longo	Manteve
Viver	Construção	Curto	Longo	Longo
Weg	Máquinas Industriais	Curto	Longo	Longo
Whirlpool	Eletroeletrônicos	Longo	Longo	Manteve
Wilson Sons	Transporte Serviços	Longo	Longo	Manteve
Wlm Ind Com	Comércio	Curto	Longo	Longo

Fonte: Elaborado pela autora.

APÊNDICE B - TIPO DE OBJETIVO: 2010 EM RELAÇÃO A 2013

QUADRO 7 - RESULTADOS DO TIPO DE OBJETIVO E MÉDIA DO SETOR

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO	EV MÉDIA DO SETOR	LAJIDA MÉDIA DO SETOR	RTA MÉDIA DO SETOR
AES Elpa	Energia Elétrica	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
AES Tiete	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Alpargatas	Têxtil	Longo	Acima	Acima	Acima
Arteris	Transporte Serviços	Curto	Acima	Abaixo	Acima
B2W Digital	Comércio	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Battistella	Comércio	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Bematech	Eletroeletrônicos	Longo	Acima	Acima	Acima
BHG	Outros	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Bombril	Química	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
BR Brokers	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
BR Malls Par	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Bradespar	Outros	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Braskem	Química	Longo	Abaixo	Abaixo	Acima
Brasmotor	Eletroeletrônicos	Curto	Abaixo	Acima	Acima
BRF SA	Alimentos e Bebidas	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Brookfield	Construção	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Cambuci	Têxtil	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
CCR SA	Transporte Serviços	Longo	Acima	Acima	Acima
Celesc	Energia Elétrica	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Cemig	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Cesp	Energia Elétrica	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Cia Hering	Têxtil	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Cielo	Software e Dados	Longo	Acima	Acima	Acima
Cobrasma	Veículos e peças	Curto	Acima	Abaixo	Abaixo
Coelce	Energia Elétrica	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Comgas	Petróleo e Gás	Longo	Acima	Acima	Acima
Contax	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Copasa	Outros	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Copel	Energia Elétrica	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Coteminas	Têxtil	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
CPFL Energia	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
CR2	Construção	Longo	Abaixo	Abaixo	Acima
Cremer	Têxtil	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Csu Cardsyst	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Cyre Com-Ccp	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima

Continua folha 1-4 (...)

(...) Continuação folha 2-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO	EV MÉDIA DO SETOR	LAJIDA MÉDIA DO SETOR	RTA MÉDIA DO SETOR
Cyrela Realt	Construção	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Dasa	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Dimed	Comércio	Longo	Acima	Acima	Acima
Direcional	Construção	Longo	Acima	Acima	Acima
Dtcom Direct	Outros	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Duratex	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Eletronbras	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Eletropaulo	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Embraer	Veículos e Peças	Curto	Acima	Acima	Acima
Embratel Part	Telecomunicações	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Energias BR	Energia Elétrica	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Energisa	Energia Elétrica	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Eneva	Energia Elétrica	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Equatorial	Energia Elétrica	Longo	Acima	Acima	Acima
Estacio Part	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Estrela	Outros	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Eternit	Minerais não Metal	Longo	Única companhia no setor ¹²		
Eucatex	Outros	Curto	Abaixo	Abaixo	Acima
Even	Construção	Longo	Acima	Acima	Acima
Fer Heringer	Química	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Ferbasa	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Acima	Acima	Acima
Fibria	Papel e Celulose	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Fleury	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Forja Taurus	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Gafisa	Construção	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Generalshopp	Outros	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Gerdau	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Gerdau Met	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Gol	Transporte Serviços	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Gp Invest	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Graziotin	Comércio	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Grendene	Têxtil	Longo	Acima	Acima	Acima
Guararapes	Têxtil	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Helbor	Construção	Longo	Acima	Acima	Acima
Hypermarcas	Outros	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Ideiasnet	Outros	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Iguatemi	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Inds Romi	Máquinas Industriais	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Inepar	Outros	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo

¹² A amostra tem somente uma empresa do setor mineral não metálico.

Continua folha 3-4 (...)

(...) Continuação folha 3-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO	EV MÉDIA DO SETOR	LAJIDA MÉDIA DO SETOR	RTA MÉDIA DO SETOR
Inepar Tel	Telecomunicações	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
lochp-Maxion	Veículos e Peças	Longo	Acima	Acima	Acima
Itausa	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Itautec	Eletroeletrônicos	Longo	Acima	Abaixo	Abaixo
JBS	Alimentos e Bebidas	Longo	Acima	Abaixo	Abaixo
Jereissati	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Acima
JHSF Part	Construção	Curto	Acima	Acima	Acima
Josapar	Alimentos e Bebidas	Curto	Abaixo	Abaixo	Acima
Karsten	Têxtil	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Kepler Weber	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Acima	Acima	Acima
Le Lis Blanc	Têxtil	Longo	Acima	Acima	Acima
Light S/A	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Localiza	Outros	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Log-In	Transporte Serviços	Curto	Acima	Acima	Abaixo
Lojas Americ	Comércio	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Lojas Marisa	Comércio	Curto	Abaixo	Abaixo	Acima
Lojas Renner	Comércio	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Lopes Brasil	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Lupatech	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
M.Diasbranco	Alimentos e Bebidas	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Magnesita SA	Mineração	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Mangels Indl	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Marcopolo	Veículos e Peças	Longo	Acima	Acima	Acima
Marfrig	Alimentos e Bebidas	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Metal frio	Máquinas Industriais	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Metisa	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Abaixo	Acima	Acima
Minupar	Alimentos e Bebidas	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
MMX Miner	Mineração	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
MRV	Construção	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Multiplan	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Natura	Comércio	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Odontoprev	Outros	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Oi	Telecomunicações	Longo	Acima	Acima	Abaixo
P.Acucar-Cbd	Comércio	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Parapanema	Siderurgia & Metalurgia	Curto	Acima	Acima	Abaixo
PDG Realt	Construção	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Petrobras	Petróleo e Gás	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Plascar Part	Veículos e peças	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Positivo Informática	Eletroeletrônicos	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo

Continua folha 4-4 (...)

(...) Continuação folha 4-4

EMPRESA	SETOR ECONOMÁTICA	CURTO E LONGO PRAZO	EV MÉDIA DO SETOR	LAJIDA MÉDIA DO SETOR	RTA MÉDIA DO SETOR
Profarma	Comércio	Curto	Acima	Abaixo	Abaixo
Providencia	Química	Curto	Acima	Abaixo	Acima
Prumo	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
RaiaDrogasil	Comércio	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Randon Part	Veículos e peças	Longo	Acima	Acima	Abaixo
Recrusul	Veículos e peças	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Renar	Agro e Pesca	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Rodobensimob	Construção	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Rossi Resid	Construção	Curto	Abaixo	Acima	Abaixo
Sabesp	Outros	Curto	Acima	Abaixo	Acima
Sanepar	Outros	Curto	Acima	Acima	Acima
Santos Brp	Transporte Serviços	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Sao Carlos	Outros	Longo	Acima	Acima	Acima
Sao Martinho	Alimentos e Bebidas	Curto	Abaixo	Abaixo	Acima
Saraiva Livr	Outros	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Schulz	Veículos e Peças	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Sid Nacional	Siderurgia & Metalurgia	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
SLC Agrícola	Agro e Pesca	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Souza Cruz	Outros	Curto	Acima	Abaixo	Acima
Springs	Têxtil	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Suzano Papel	Papel e Celulose	Longo	Acima	Abaixo	Abaixo
Taesá	Energia Elétrica	Longo	Acima	Acima	Acima
Tecnisa	Construção	Longo	Acima	Acima	Acima
Tectoy	Outros	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Tegma	Transporte Serviços	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Teka	Têxtil	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Telef Brasil	Telecomunicações	Curto	Acima	Acima	Acima
Tempo Part	Outros	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Tim Part S/A	Telecomunicações	Longo	Abaixo	Abaixo	Acima
Totvs	Software e Dados	Longo	Abaixo	=	Abaixo
Tractebel	Energia Elétrica	Longo	Abaixo	Acima	Acima
Trisul	Construção	Longo	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Triunfo Part	Transporte Serviços	Longo	Acima	Acima	Acima
Unipar	Química	Curto	Acima	Acima	Abaixo
V-Agro	Outros	Curto	Acima	Abaixo	Abaixo
Vale	Mineração	Longo	Acima	Acima	Acima
Valid	Outros	Longo	Acima	Abaixo	Acima
Viver	Construção	Curto	Abaixo	Abaixo	Abaixo
Weg	Máquinas Industriais	Curto	Acima	Acima	Acima
Whirlpool	Eletroeletrônicos	Longo	Acima	Acima	Acima
Wilson Sons	Transporte Serviços	Longo	Abaixo	Acima	Abaixo
Wlm Ind Com	Comércio	Curto	Acima	Abaixo	Acima

Fonte: Elaborado pela autora.