

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E INDICADORES CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA¹

Rafael Lucchese Coitinho²

Fernanda Victor³

RESUMO

A controladoria moderna vem se transformando e exigindo do contador, não apenas domínio técnico, mas também interdisciplinaridade para apoiar na construção eficaz de bons resultados organizacionais. A remuneração executiva é um desses mecanismos, presente também nas Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC), que se relaciona com o desempenho contábil dos negócios. Esta pesquisa tem como objetivo analisar as políticas de remuneração executiva e sua ligação com os indicadores contábeis de desempenho em empresas brasileiras de capital aberto, considerando sua aderência às MPGC associadas. Para tanto, utiliza-se informações documentais relativas a 20 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, consistindo em uma investigação qualitativa, descritiva e efetuada por meio da análise de conteúdo. O estudo aponta para maior aderência às MPGC de remuneração em entidades pertencentes ao segmento do Novo Mercado (NM) e menor grau sobre práticas diretamente ligadas ao desempenho contábil. As empresas analisadas demonstram preferência por indicadores contábeis de lucratividade como gatilhos para sua compensação. Tanto o porte quanto o segmento de listagem das organizações mostram-se influentes na composição dos indicadores utilizados como métricas para recompensa executiva. Conclui-se que há espaço para melhorias, tanto sobre às MPGC, quanto na divulgação das informações relativas à associação da remuneração executiva e sua sensibilização ao desempenho contábil, oportunizando pesquisas futuras nessa temática.

Palavras-chave: Indicadores Contábeis. Governança Corporativa. Remuneração Executiva.

EXECUTIVE COMPENSATION AND ACCOUNTING PERFORMANCE MEASURES: ANALYSIS FROM CORPORATE GOVERNANCE BEST PRACTICES PERSPECTIVE

¹ Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no segundo semestre de 2016, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

² Graduando do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. Graduado em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS). (rlcoitinho@gmail.com)

³ Orientadora. Doutora em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. (fernanda.victor@ufrgs.com.br)

ABSTRACT

Modern controllership has been transforming and requiring from the accountant not only the technical know-how but also the interdisciplinary to support in the effective construction of good organizational results. Executive compensation is one such mechanism, also present in the Corporate Governance Best Practices (CGBP) that relates to business accounting performance. This research aims to analyze executive compensation policies and their relationship with accounting performance indicators in publicly held Brazilian companies, considering their adherence to the associated CGBP. For this purpose, documented information of 20 publicly held companies listed on the BM&FBovespa was used, consisting of a qualitative, descriptive investigation carried out through content analysis. The study shows greater adherence to CGBP compensation in entities belonging to the New Market (NM) segment and a lesser degree on practices directly related to accounting performance. The analyzed companies revealed a preference for accounting indicators of profitability as triggers for their compensation. Both the size and the organizations listing segment prove to be influential in the composition of the indicators used as metrics for executive compensation. The results demonstrate that there is space to improve both CGBP and the disclosure of information related to the association of executive compensation and its sensibilization of accounting performance, providing future opportunities for research in this area.

Keywords: Performance Measures. Corporate Governance. Executive Compensation.

1 INTRODUÇÃO

A profissionalização da controladoria empresarial é uma das principais bandeiras levantadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) como boa prática de governança corporativa (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC, 2015). Nesse contexto, a gestão estratégica é fator essencial para a sustentabilidade dos resultados das empresas em longo prazo e as pessoas, e seus conhecimentos, representam os alicerces para os processos de negócio e atingimento das metas globais das companhias (KAPLAN; NORTON, 2004).

Para Sunder (2014), a conexão dos executivos com a contabilidade e o controle, ou com a própria controladoria, é complexa e está no cerne do processo da firma. Assim, o processo de gestão estratégica, que direcionará a corporação aos seus principais objetivos, repousa sobre a liderança e responsabilidade de seus principais executivos e diretores, estendendo-se até a captura e o controle dos resultados da organização, amparada pela contabilidade e pela controladoria. Contudo, o resultado gerado pelos agentes é difícil de ser mensurado diretamente, fazendo com que as empresas se utilizem de *proxies* de desempenho, ou seja, indicadores chave

de desempenho (KPIs) que permitam medir e gerenciar os esforços dos executivos, os quais, geralmente, são baseados em índices contábeis.

Para Vassoler (2010), essa importante tarefa dos executivos tem refletido em altos salários e impulsionado reflexões em busca de modelos de remuneração mais eficazes. Assim, estabelecer um sistema favorável às Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC), atrelando remuneração ao desempenho da empresa, é tema complexo e vem sendo um dos maiores desafios da controladoria moderna, envolvendo, para Pink (2010), aspectos objetivos e multidisciplinares – como a gestão contábil-financeira, balanceamento de atividades e remuneração adequada – e aspectos subjetivos, como a moral dos executivos, sua valorização e motivação.

Um sistema empresarial eficiente precisa relacionar harmoniosamente fatores tangíveis e intangíveis, de maneira que tão somente os resultados dos KPIs contábeis das organizações, ou o próprio lucro, sejam parâmetros insuficientes para a aferição da excelência empresarial, já que a mesma envolve diversos aspectos intrínsecos aos indivíduos que o executam (PINK, 2010). Apesar disso, entre as mais diversas variáveis que estão correlacionadas ao desempenho contábil, o presente estudo, aplicado a uma amostra de 20 empresas listadas na BM&FBovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), busca refletir sobre as políticas de remuneração executiva e sua associação aos principais indicadores contábeis das companhias brasileiras de capital aberto, sob a ótica das MPGC.

Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, explorando-se a temática qualitativamente, e aplicando procedimento técnico documental para coleta dos dados, que foram estudados com o auxílio da técnica de análise de conteúdo, a fim de obter subsídios para responder a seguinte questão problema: **como, sob a perspectiva das MPGC, a remuneração executiva em companhias brasileiras de capital aberto é estruturada e se relaciona com os indicadores contábeis de desempenho das empresas?**

Dessa forma, o objetivo geral do estudo é analisar as políticas de remuneração executiva e sua ligação com os indicadores contábeis de desempenho em empresas brasileiras de capital aberto, considerando sua aderência às MPGC associadas. Para a consecução do objetivo geral, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos: revisar a literatura acerca do relacionamento e sensibilidade entre a remuneração executiva e o desempenho contábil; desenvolver uma metodologia própria de análise e coleta de informações que permita identificar e compreender como estão estruturadas as políticas de remuneração das empresas brasileiras de capital aberto; compreender os elementos da remuneração da alta administração, avaliando sua

aderência frente às MPGC; e identificar a associação dos principais indicadores oriundos da contabilidade, na estruturação da remuneração executiva das empresas, ao buscarmos sensibilizar suas recompensas frente ao desempenho.

Em face ao exposto, esse estudo se justifica, ao passo que a questão da remuneração de altos executivos vem ganhando maior atenção nos últimos anos, não só da academia, como também das empresas, da mídia e da sociedade em geral, em especial pela sua direta interface com questões essenciais de governança corporativa e por ser um assunto ainda pouco explorado no contexto brasileiro. Além disso, transformações na economia nacional e recentes escândalos envolvendo políticos e executivos de grandes corporações que elaboravam, de forma criativa, alternativas contábeis e financeiras de remuneração próprias por meio de esquemas corruptivos, como, por exemplo, os deflagrados na Operação Lava Jato (POLÍCIA FEDERAL, 2014) que estimou propina de 3% em dezenas de contratos assinados pela Petrobras de 2004 a 2012, são fatos que contribuem para o oportunismo do assunto.

Além disso, Bezerra (2012) e Sunder (2014) já apontaram que a profissionalização da gestão estratégica, tendo em vista a política de remuneração executiva, gera resultados sensíveis à empresa, influenciando seu desempenho nos indicadores contábeis, bem como, se mal estruturada, pode servir de mecanismo oportunista às lideranças, prejudicando os acionistas e ampliando o conflito de agência. Tais estudos corroboram com a visão de Jensen e Meckling (1976), que ressaltam tanto o impacto motivacional das recompensas financeiras sobre o comportamento dos agentes, quanto a possibilidade de ações tendenciosas dos diretores sobre os resultados da empresa, tendo como meta maximizar sua remuneração pessoal.

Nesse sentido, as políticas de remuneração dos principais executivos que lideram as companhias são relevantes aos órgãos reguladores da contabilidade, bem como para os participantes do mercado de capitais, uma vez que estudos empíricos (CAMARGOS E HELAL, 2007; KRAUTER, 2013; BEUREN ET. AL., 2014 E SOUZA E FARIAS, 2015) já demonstraram haver correlação significativa entre o desempenho empresarial e a forma pela qual as companhias recompensam suas lideranças.

No Brasil, estudos relacionados à remuneração executiva e índices contábeis de desempenho foram conduzidos sob um olhar quantitativo, buscando compreender e analisar as variações nas métricas de desempenhos *versus* as políticas de recompensa executiva. A originalidade por trás deste artigo advém da reflexão qualitativa dessa situação problema e sob o olhar das MPGC. Ademais, a análise é interessante dada sua ligação com outras questões cruciais de Governança Corporativa, como a evidenciação e a transparência das informações

relativas à remuneração dos executivos, constantemente na pauta de discussão de entidades como o IBGC e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Visando alcançar seus objetivos, o presente estudo é apresentado em mais quatro capítulos: o referencial teórico, que versa sobre a remuneração executiva e seu papel como mecanismo interno de Governança Corporativa, busca explicar o papel da controladoria na avaliação do desempenho, e discorre sobre os principais estudos que analisaram a sensibilidade da remuneração executiva; os procedimentos metodológicos, no qual se classifica a pesquisa realizada, descreve-se a amostra e explica-se os procedimentos de coleta e análise aplicados aos dados; e, por fim, as interpretações e as considerações finais desta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta etapa, será feita revisão bibliográfica com objetivo de criar base teórica que possa servir para o desenvolvimento desta pesquisa. Para tanto, são discutidos e abordados conceitos ligados à Governança Corporativa (GC), recompensa executiva, controladoria empresarial e indicadores de desempenho, incluindo, nesse contexto, os indicadores contábeis.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Na visão de Silveira (2005), a GC surgiu para resolver os conflitos de interesses que existem no âmbito empresarial, relacionados ao poder de decisão por parte dos proprietários (acionistas) e da gestão da empresa (administradores e executivos). Interesses esses, que nem sempre estão em sintonia. A boa GC busca criar um *mix* de instrumentos eficientes para proporcionar que os empenhos de ambas as partes estejam devidamente alinhados. Na visão de Silva (2012), pode-se definir GC como um conjunto de procedimentos, atitudes e instruções (boas práticas) que condicionam a ação dos administradores no sentido de atender aos propósitos das partes interessadas na empresa (*stakeholders*).

As organizações que optam pelas boas práticas, conforme o Código de MPGC (IBGC, 2015), necessitam que o Conselho de Administração, que representa diretamente os acionistas, proceda com seu papel, estabelecendo estratégias para a empresa, administrando e controlando os executivos e sua gestão, bem como optando por auditorias independentes.

Atualmente, conforme o IBGC (2015), tal prática se faz importante, pois a falta de Conselho competente e o sistema de GC têm guiado as empresas pelo caminho do fracasso, no

qual se pode salientar como principais características, os abusos de poder; os erros estratégicos; as fraudes, em especial, devido ao uso de informação privilegiada; e os conflitos de interesse.

De maneira geral é possível classificar os modelos de GC em *Outsider* e *Insider System*, sendo o último modelo predominante nas empresas brasileiras, caracterizando-se por grandes acionistas, com baixa pulverização das ações e estrutura de propriedade concentrada, participação dos proprietários no comando, diretamente ou via pessoas de sua indicação, influência de conglomerados industriais-financeiros, baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais, foco voltado para outros *stakeholders* não financeiros (*stakeholder oriented*) e sistema de governança estilo europeu continental e japonês (IBGC, 2015).

Conforme Victor et al. (2010), a remuneração executiva deve estar atrelada ao desempenho empresarial, sendo considerada um dos mais importantes instrumentos para resolução do conflito de agência. Nesse sentido, as práticas de Gestão de Pessoas (GP), segundo Oliveira e Oliveira (2011), são relevantes frente ao desempenho dos processos e dos agentes que os lideram, influenciando o resultado organizacional. No estudo conduzido por Combs et al. (2006) são destacadas evidências quantitativas da correlação entre desempenho do agente e da empresa, via práticas de GP, demonstrando que diversos *outcomes* dos negócios são impactados por políticas de reconhecimento e recompensa.

Por outro lado, Oliveira e Fernández (2006), Pink (2010), Assis (2011) e Oliveira e Oliveira (2011) concluem que apenas programas de remuneração e incentivos nem sempre são capazes de motivar e engajar pessoas, devendo o contexto de GP ser coerente com a estratégia global da empresa e do mercado, passando pela definição dos indicadores, metas e outros fatores relevantes. Assim, em sua essência, observa-se que a temática da remuneração executiva está intimamente vinculada à área de recursos humanos. Porém, desde os estudos de Silva (1961), sobre remuneração de diretores em empresas sujeitas à lei das sociedades anônimas, a temática vem se aproximando do universo contábil e relacionando-se com pontos chave ligados à GC e à teoria da agência (VICTOR et al., 2010).

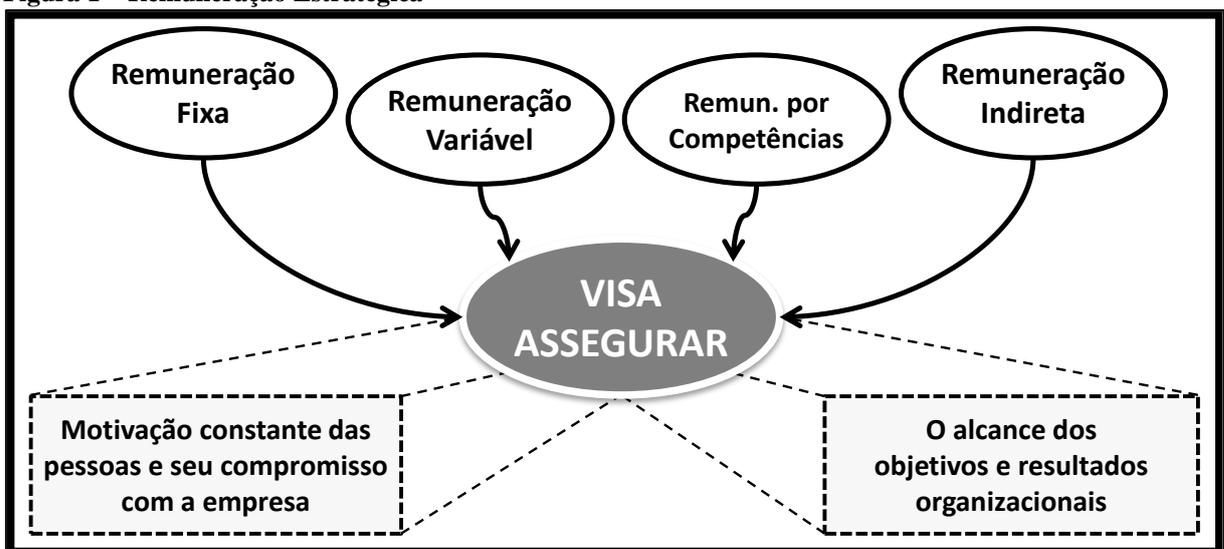
No campo da teoria da agência, os estudos de Jensen e Meckling (1976) e Jensen e Murphy (1990) encontram na remuneração um dos mecanismos que possibilitam à empresa e seus acionistas minimizar os conflitos da relação de agência, cujo elo entre a riqueza do acionista e o resultado dos administradores decorre ou se verifica por indicadores contábeis, funcionando como incentivo pró-maximização do patrimônio do principal (acionistas) em detrimento dos interesses pessoais dos executivos (agentes).

No Brasil, as primeiras técnicas ligadas à remuneração, conforme informa Silva (2005) são originárias dos anos 40, em empresas governamentais inspiradas em modelos americanos. Nos anos 60 e 70, com o início e o crescimento das multinacionais, a administração salarial passa a ser mais conhecida e utilizada no território nacional. Contudo, foi só nos anos 80 que as primeiras ligações entre as políticas de remuneração e os sistemas de desempenho contábil foram realizadas, sendo essa prática melhor consolidada durante os anos 90 com o surgimento de outras modalidades, como os programas de remuneração variável, e mais atualmente, o modelo de remuneração por competências.

A remuneração, segundo Silva (2005), além de ter uma função estratégica é o mais importante elo entre a empresa e o executor. Conforme o autor, a crescente rapidez das mudanças no ambiente, em conjunto com a necessidade de dinamismo organizacional, vem aumentando as responsabilidades dos profissionais. Além disso, a gestão salarial envolve vários enfoques, entre eles a motivação do executivo para o trabalho, no qual se deve pensar na recompensa financeira como função agregada e procurar utilizá-la como instrumento na compatibilização dos objetivos empresariais e os interesses individuais das lideranças.

Nesse sentido, sabe-se, segundo Silva (2005), que o conceito de remuneração estratégica surgiu no Brasil, pela Coopers & Lybrand, na metade da década de 90, e implica na combinação e equalização das formas pelas quais a empresa demonstra seu reconhecimento aos colaboradores, através de seus sistemas de recompensa, objetivando o alcance da estratégica organizacional, conforme ilustrado na Figura 1.

Figura 1 – Remuneração Estratégica



Fonte: Adaptado pelos autores de Silva (2005, p. 133).

A Remuneração Fixa, primeira categoria da Figura 1, baseia-se nas atividades e responsabilidades formais presentes nos planos de cargos e salários. Este sistema busca a equidade com o mercado e a satisfação interna, pois usa uma regra geral para o estabelecimento dos salários. Contudo, esse modelo tem se mostrado insuficiente para atender a rapidez e a rivalidade dos mercados na economia moderna (SILVA, 2005).

A segunda categoria da Figura 1, a Remuneração Variável, entra, conforme Silva (2005), como elemento de importância crescente dentro do sistema de remuneração das empresas. De acordo com Camargos e Helal (2007), a Remuneração Variável atrelada ao desempenho contábil tem representado uma porção cada vez maior do total recebido por uma liderança. Corroboram as pesquisas de Chen (2012) e Souza e Farias (2015), que encontraram uma relação positiva e significativa entre remuneração executiva e o desempenho empresarial em amostra relevante de empresas brasileiras de capital aberto.

Nesse sentido, Wood e Picarelli (2004) informam que os instrumentos de remuneração variável vêm sofrendo modificações ao longo dos tempos, visando vincular o desempenho à recompensa, motivando o executivo na busca da melhoria contínua alinhada à estratégia da empresa. O Quadro 1, segundo Prestes (2014) e, em concordância com as principais práticas usadas no Brasil, conforme Silva (2005), ilustra alguns dos modelos empregados nessa categoria de recompensa.

Quadro 1 - Principais modelos de remuneração variável

	Participação nos Lucros e Resultados (PLR)	Bônus	Stock Options	Phantom Options
Terminologia	Participação nos Lucros e Resultados	Gratificação	Stock Options	Phantom Stock Options
Base Legal	Lei 10.101/2000	CLT	Sem relação de emprego exigida	Sem relação de emprego exigida
Base de Cálculo	Lucro ou Resultados	Metas Gerenciais	Metas Gerenciais	Metas Gerenciais
Periodicidade de Pagamento	Máx. 2x anual e mín. de 3 meses entre pag.	Sem Restrições	Sem Restrições	Sem Restrições
Quem tem Direito	Deve abranger 100% dos funcionários	Critérios de Gestão	Critérios de Gestão	Critérios de Gestão
Encargos	Sem incidência de encargos	Incidência de encargos	Incidência de encargos	Incidência de encargos
Como Oficializar	Acordo Coletivo (Funcionários)	Contrato	Contrato Social	Contrato

Fonte: Prestes (2014, p. 05).

A terceira categoria da Figura 1, a remuneração por competências, segundo Silva (2005), é a evolução do sistema de reconhecimento tradicional e surgiu devido à necessidade de adaptação às novas tendências de reposicionamento das empresas quanto ao fator humano, sendo mais utilizada nos níveis de liderança e se baseando no conjunto de conhecimentos, habilidades e atitudes ligados à atividade do executivo, relacionados diretamente ao seu desempenho no alcance dos objetivos estratégicos da companhia.

Por fim, a última categoria de recompensa apontada por Silva (2005) é a remuneração indireta ou plano de benefícios, que serve como complemento ao salário do profissional, não estando atrelada ao mesmo. São exemplos de benefícios concedidos: a assistência médica e odontológica, automóvel, creche, previdência privada, entre outros.

Dessa forma, conforme entende Silva (2005), vários são os sistemas existentes de remuneração por desempenho que podem ser utilizados pelas empresas. Já às MPGC ligadas a essa temática, segundo o IBGC (2015) servem de guia para uma melhor utilização desses sistemas, uma vez que observa-se tendência, apontada pelos autores supracitados, de que a remuneração deve se fundamentar na proposição de que as pessoas são a fonte primordial do valor da firma, devendo o reconhecimento financeiro guiar para o atingimento dos resultados.

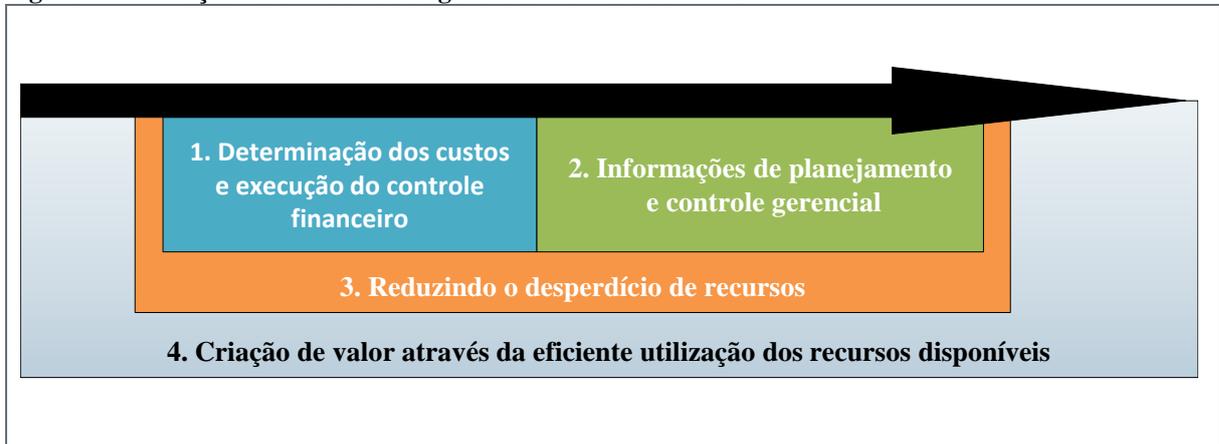
2.2 CONTROLADORIA E AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

Para Lunkes e Schnorrenberger (2009), a contabilidade gerencial, caracterizada na figura da controladoria moderna, é a área multidisciplinar nas organizações, servindo como um elo entre a administração e a contabilidade, atuando em todas as etapas do processo de gestão e tendo papel importante dentro delas, seja gerindo a contabilidade e as finanças, como gerando informações confiáveis, supervisionando e apoiando setores administrativos, como o de tecnologia ou de gestão de pessoas.

Conforme Padoveze (2009), a contabilidade gerencial é exercida desde a antiguidade, referindo-se a controles simples que supriam as necessidades de informação da época. Foi na Revolução Industrial, em meados do século XVIII que a mesma ganhou relevância passando a ser vista como um sistema de informações destinado a auxiliar seus usuários no processo de tomada de decisão, buscando melhorar a administração das empresas e seus controles sobre o negócio. Atualmente, o foco principal da contabilidade gerencial é voltado para criação de valor por meio do uso efetivo de recursos empresariais, essa evolução também pode ser observada na

Figura 2 do relatório da Federação Internacional dos Contadores (*International Federation of Accountants*) - IFAC (1998).

Figura 2 – Evolução da contabilidade gerencial na visão do IFAC



Fonte: Adaptado pelo aluno de IFAC (1998, p. 04)

Corroborando, Figueiredo e Caggiano (2008) enxergam a controladoria como guardiã da contabilidade gerencial e da sustentabilidade das empresas, assegurando a melhoria dos seus resultados globais. Catelli (2010), por sua vez, entende que ela é uma evolução da contabilidade clássica e que a sua razão de existir é a garantia da melhora dos resultados das companhias. Com base nesse fim, para Oliveira et al. (2011), as principais funções da Controladoria incluem o planejamento, o controle, a avaliação de desempenho, a elaboração e interpretação das informações, a própria contabilidade geral e outras atividades que influenciam os resultados e o desempenho da organização.

Na administração de recursos humanos, por exemplo, como informa Lunkes e Schnorrenberger (2009), a controladoria participa como coordenadora dos estilos de gestão, motivação, incentivos e aperfeiçoamento de pessoal, objetivando que os colaboradores consigam empenhar seu potencial na construção dos resultados globais e individuais.

Para isso, a controladoria atua no processo de avaliação de desempenho, alimentando sistemas de recompensas dos agentes através do estabelecimento de incentivos e/ou punições capazes de comprometer indivíduos e alinhar a satisfação desses com objetivos estratégicos empresariais.

No que se refere ao pilar da avaliação de desempenho, Silva (2005) entende que esse é requisito para a implantação de qualquer programa de remuneração variável, sendo necessário considerar dois vetores: os KPIs e o conjunto de metas. Segundo o autor, a não convergência entre esses dois fatores pode levar ao fracasso do programa, sendo necessário um sistema de

controle, a fim de garantir a gestão dos valores alcançados e seus desvios, caracterizando condições de eficiência e de eficácia.

É nesse contexto que a controladoria tem papel importante no auxílio da definição dos KPIs e suas metas, considerando: o que medir; como medir; e como usar o indicador. Como já propunha Deming (1990), o gatilho para a prática da recompensa deve ser o desempenho. No entender de Silva (2005), desempenho conceitua-se como aferição ou evidência dos resultados decorrentes de determinada ação.

Os principais e mais difundidos KPIs têm relação direta com a contabilidade e auxiliam, tanto na visão global do sistema empresarial, como na mensuração do desempenho das áreas comerciais e produtivas. Contudo, os indicadores não contábeis referentes às áreas do negócio, que fundamentam os resultados globais, também têm papel importante. O autor salienta a necessidade de definir grupos de medidores de desempenho diferenciados conforme as variáveis contábeis ou não contábeis que os compõem. Além disso, fatores como segmento, momento organizacional, atuação e estilo de gestão devem ser considerados para escolha dos KPIs.

Os KPIs, segundo Silva (2005), são aqueles relacionados aos processos relevantes para gerar resultados à empresa. Sua escolha deve considerar a estratégia, qualidade e motivação na busca pela mensuração precisa da agregação de valor originada pelos processos empresariais. Silva (2005) ainda classifica os KPIs em três grandes grupos distintos: os indicadores organizacionais, que refletem os resultados globais da companhia e podem ser observados nos principais demonstrativos da empresa, como os de lucratividade, retorno sobre capital, valor adicionado, etc.; os de melhoria contínua, que são aqueles voltados para os processos produtivos e de qualidade da empresa, como índices de satisfação, não conformidades e estatísticas de produção; e por fim os de desenvolvimento organizacional, mais complexos de serem mensurados, dizem respeito à evolução da gestão da empresa, como número de novos projetos, solução de problemas e desenvolvimento de novos produtos.

Dessa forma, a Controladoria propicia o alinhamento dos objetivos departamentais e dos executivos aos objetivos estratégicos (metas contábeis e não contábeis) das empresas por meio de sistemas de avaliação de desempenho baseados em KPIs apropriados, gerando, segundo Silva (2005), mudanças positivas na cultura em relação ao trabalho e o fortalecimento dos conceitos de qualidade, além da melhoria de processos internos.

2.3 SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO

Nenhum assunto capta tanto a imagem e frustração do público e dos políticos quanto à remuneração executiva (VICTOR et al., 2010). Conforme os autores, o alinhamento e a relação entre a remuneração e o desempenho contábil organizacional é um dos princípios que regem às MPGC. Isto vem ampliando a discussão sobre o tema na comunidade científica dada sua recente utilização e seu baixo quantitativo de estudos empíricos na área, colocando esse entre os tópicos mais discutidos para as reformas em GC nos Estados Unidos e também no Brasil.

A relação entre remuneração e desempenho contábil tem seus primeiros relatos em conjunto com as bases dos estudos sobre GC, sendo observado por Berle e Means (1932), que apontaram mudanças na direção das empresas, nas quais o poder dos executivos cresceu em detrimento ao dos proprietários, ensaiando os estudos futuros sobre os conflitos entre principal-agente realizados por Jensen e Meckling, em 1976, culminando no aprofundamento da teoria da agência e elaboração da teoria da propriedade.

Entre os estudos internacionais clássicos, envolvendo a sensibilidade entre remuneração executiva e desempenho, Jensen e Murphy (1990), em uma amostra de 250 companhias de capital aberto norte americanas, concluíram que a mesma não criava incentivos adequados para maximização do valor das empresas.

Após esses estudos, diversos pesquisadores seguiram as métricas utilizadas pelos autores supracitados com pequenas variações relacionadas às medições dos resultados, como medidas de mercado ou indicadores contábeis de desempenho (LIPPERT; PORTER, 1999; MERHEBI et al., 2006; EDWARDS; EGGERT; WEICHENRIEDER, 2009).

Pode-se, igualmente, citar pesquisas mais recentes de Hallock et al. (2010), Chuo et al. (2011), Chang et al. (2012); Ramadam (2013) e Chen et al. (2013), todas buscando correlacionar remuneração executiva e desempenho. Seus resultados, de acordo com Victor (2013), revelaram baixa significância estatística para algumas métricas de desempenho, como o fluxo de caixa, por exemplo, e divergência de conclusões quanto ao impacto da promulgação de leis que tornaram obrigatória a divulgação de informações sobre a remuneração executiva nos resultados das companhias.

A última publicação do Código de MPGC no Brasil (IBGC, 2015), aponta a remuneração da alta administração como um dos instrumentos efetivos para alinhamento entre a diretoria executiva e os detentores do capital, devendo essa estar vinculada aos resultados,

tornando transparentes e objetivas as metas de curto e longo prazo, e sua relação com a geração de valor econômico para a organização.

No Brasil, conforme Silva et al. (2007), em termos de normativas contábeis, a evidenciação dessas práticas tomou relevância a partir da publicação do IFRS 2, em 2004, objetivando, nesse contexto, o acesso aos contratos de pagamentos baseados em ações durante o período contábil e seu efeito sobre o resultado nas posições financeiras. Mesmo assim, segundo Victor et al. (2010), nesse mérito, a legislação brasileira não se comparava às práticas e padrões internacionais. Em dezembro de 2008, segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em seu pronunciamento técnico CPC 10 (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, 2008), houve uma evolução na transparência da recompensa executiva no que tange a remuneração baseada em ações.

Somente no final de 2009, segundo Victor et al. (2010), com a IN 480 da CVM, foram criadas normas obrigatórias que contemplassem as demais modalidades de remuneração executiva, de uma forma objetiva, com a instituição do Formulário de Referência (FR), que detalha os sistemas de remuneração dos executivos das companhias de capital aberto, entre outras informações relevantes aos investidores, conforme previsto em seu item 13, destacando-se informações sobre remuneração total, variável, baseada em ações, planos de previdência, benefícios e salários máximos, mínimos e médios da administração.

Uma das primeiras avaliações das informações sobre a remuneração, divulgadas a partir da aprovação da IN 480, foi uma reportagem publicada na revista Capital Aberto, na qual Tanoue (2010 *apud* VICTOR et al., 2010) revelou discrepâncias entre salários de executivos em um mesmo cargo, lacunas de remuneração consideradas elevadas demais entre conselhos e diretorias, remunerações individuais que representavam mais de 50% do montante da remuneração global dos demais administradores e planos de remuneração variável que maquiavam resultados.

Contudo, segundo Souza e Farias (2015), a IN nº 480 da CVM tornou possível obter-se uma visão mais realista da relação entre desempenho contábil e remuneração, diferente das conclusões obtidas em pesquisas anteriores. O Quadro 2 sintetiza os resultados de pesquisas empíricas anteriores envolvendo a temática no Brasil.

Quadro 2 – Pesquisas anteriores e suas principais conclusões quanto a remuneração e desempenho.

AUTORES	OBJETIVO	AMOSTRA	ANO	RESULTADO
Camargos e Helal (2007)	Analisar as variáveis de desempenho financeiro e de governança que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras que têm <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) listados em bolsas norte americanas.	29 emp. brasileiras	2005	POSITIVO - encontrando uma relação significativa estatisticamente entre a remuneração e o desempenho financeiro da empresa, e entre variáveis ligadas ao conselho de administração, sinalizando que os pacotes de compensação de executivos estão diretamente associados ao bom desempenho das corporações brasileiras e ao monitoramento exercido pelo conselho de administração.
Franco e Cherobim (2012)	Identificar se existe associação entre os índices contábeis e as práticas de remuneração variável nas empresas do setor de energia elétrica do Brasil	49 emp. brasileiras	2008	NEGATIVO - o resultado constatou que as práticas de remuneração variável não têm influência significativa nos resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas do setor elétrico brasileiro.
Costa, Teixeira e Galdi (2013)	Verificar associação entre o desempenho e os sistemas de incentivos aos gestores das emp. da América Latina com ADR's negociadas na Bolsa de NY	22 emp. Brasileiras, mais 35 emp. da América Latina,	2002 a 2010	NEGATIVO - As evidências encontradas sugerem que não há associação estatisticamente significativa entre as medidas de retorno e o fato das empresas da amostra oferecerem incentivos aos gestores.
Silva e Chien (2012)	Identificar se a remuneração dos executivos afeta o valor e desempenho das empresas no Brasil	420 emp. brasileiras	2002 a 2009	POSITIVO - O resultado de sua pesquisa constatou que existe relação significativa entre remuneração executiva, valor e desempenho da empresa.
Krauter (2013)	Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro em empresas brasileiras industriais	82 emp. brasileiras	2008 a 2009	POSITIVO - mostraram que existe relação entre remuneração financeira e desempenho financeiro e entre remuneração não financeira e desempenho financeiro. Esses resultados apontam que a remuneração pode ajudar a direcionar os esforços dos executivos em direção aos objetivos estratégicos do negócio, contribuindo para que a empresa alcance níveis superiores de desempenho.
Beuren, Mazzioni e Silva (2014)	Analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto	219 emp. brasileiras	2009 a 2011	POSITIVO - Os resultados confirmam a ocorrência de relação entre remuneração dos executivos e desempenho de mercado das empresas pesquisadas, porém não há ocorrência de relação com os indicadores financeiros.

Fonte: Adaptado pelos autores de Souza e Farias (2015)

Segundo as pesquisas de Costa et al. (2013) e Nascimento et al. (2012), as conclusões obtidas pelos autores não foram capazes de identificar relação significativa entre remuneração executiva e desempenho empresarial. Contudo, dada à falta de transparência, essas pesquisas foram forçadas a utilizar-se de variáveis *dummy* para apuração dos resultados. Conforme informam Souza e Farias (2015), outras pesquisas com o mesmo objetivo foram tomando corpo

com a ampliação da transparência, no entanto, seus resultados vinham apresentando conclusões distintas. Para Beuren et al. (2014), assim como Camargos e Helal (2007) e Krauter (2013), os fatores desempenho contábil e remuneração executiva evidenciaram relação positiva. Já segundo as pesquisas de Nascimento et al. (2012), Costa et al. (2013) e Silva e Chien (2013) os resultados obtidos foram negativos frente à correlação dos fatores supracitados.

Buscando solucionar esse dilema, outros estudos empíricos estão sendo elaborados. Um exemplo são as próprias conclusões de Souza e Farias (2015), que investigaram uma amostra de 291 empresas de capital aberto no período de 2011 a 2013, concluindo que a remuneração executiva está sim, relacionada de forma positiva com os índices contábeis a partir de correlação significativa com a maioria dos indicadores de remuneração. A realização de novas pesquisas, conforme Vitor et al. (2010), revelará e possibilitará que as companhias brasileiras compreendam os impactos dos planos de remuneração na relação entre acionistas e gestores e o papel dessa na contribuição para valorização e sustentabilidade das organizações.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O pesquisador deve selecionar a metodologia e as técnicas que melhor se identifiquem com seu estudo, atento aos recursos que lhe estão disponíveis (GUNTHER, 2006). A definição do método que será utilizado no projeto é fundamental, pois precisa corresponder com a situação problemática abordada, com os objetivos e os recursos disponíveis. (ROESCH, 2005). Nesse sentido, o presente capítulo demonstra os procedimentos aplicados e a forma pela qual a presente pesquisa foi realizada, baseando-se em Roesch (2005), Gil (2002), Günther (2006) e Beuren (2009).

A presente pesquisa é classificada como qualitativa no que se refere à forma de abordagem do problema (BEUREN, 2009), uma vez que busca destacar características não observadas por meio de um estudo quantitativo, com análises mais profundas em relação ao fenômeno que será estudado. Roesch (2005), por sua vez salienta que a pesquisa qualitativa por ser uma metodologia não estruturada, pode ser baseada em amostras pequenas, e que por meio de sua análise é possível ter *insights*, para assim, entender o encadeamento do problema. A pesquisa qualitativa, conforme Günther (2006) tende a ser mais complexa em relação aos pressupostos, coleta e análise dos dados, comparativamente à pesquisa quantitativa e, de modo geral, é alicerçada em material visual, ou seja, em textos (produzidos pela coleta de dados), relatórios ou demonstrativos utilizados no processo.

De acordo com seus objetivos, a presente pesquisa caracteriza-se por ser de natureza descritiva, uma vez que busca descrever características ou funções do mercado, observando, registrando, analisando e interpretando-as (GIL, 2002; BEUREN, 2009).

Uma vez que a presente pesquisa basear-se-á na análise de documentos, abrangendo material já desenvolvido, como os encontrados em livros e artigos científicos, essa, segundo Gil (2002), se classifica como documental quanto aos procedimentos técnicos. O autor citado informa que na pesquisa documental, são também analisadas fontes que não receberam tratamento analítico, sendo essas divididas em dois grupos básicos, os de primeira mão, compostos de ofícios, diários, e-mail pessoais, entre outros; e os de segunda mão, que já foram previamente analisados como balanços, relatórios de empresas, tabelas estatísticas, etc. Nesta pesquisa, as fontes utilizadas são de natureza documental, de segunda mão.

A pesquisa no campo da remuneração executiva ou da própria GC é abrangente e aplicável a qualquer organização, independentemente do tamanho ou natureza jurídica, uma vez que está relacionada à maximização do valor das mesmas, sua longevidade e as formas pelas quais são dirigidas e monitoradas. No entanto, como premissa específica para esse estudo, da população de empresas listadas, optou-se por excluir os setores classificados pela BOVESPA como: “Financeiro e Outros”, “Telecomunicações” e “Utilidade Pública”, bem como, companhias controladas pelo Estado. Tais axiomas buscam minimizar os impactos de regulamentações específicas e governamentais que são característicos dessas organizações.

Dessa forma, para concretizar os objetivos desse estudo, foram investigadas informações públicas dos relatórios de gestão do ano fiscal de 2015, em uma amostra não probabilística formada por 20 empresas da BM&FBovespa: metade pertencente ao segmento do Novo Mercado (NM), no qual há consenso sobre a utilização das MPGC, e o restante relativo ao Mercado Tradicional (MT), conforme listagens presentes no Quadro 3.

Quadro 3 – Amostra das Empresas Seleccionadas

Novo Mercado (NM)		Mercado Tradicional (MT)	
Código	Nome da Empresa	Código	Nome da Empresa
BRFS	Brasil Foods (BRF)	ABEV	Ambev
CCRO	Grupo CCR	LAME	Lojas Americanas
JBSS	JBS Brasil	CSNA	Sid Nacional (CSN)
WEGE	WEG	DASA	Dasa
KROT	Kroton	GUAR	Guararapes
HYPE	Hypermarcas	WHRL	Whirlpool
RADL	Raia Drogasil	PNVL	Dimed
FIBR	Fibria	BMTO	Brasmotor
EMBR	Embraer	WMBY	Wembley
LREN	Lojas Renner	PTPA	Evora (Petropar)

Fonte: Thomson Reuters *apud* Exame.com (em 03/05/2016)

Além da *clusterização* por segmento de listagem, respeitadas as premissas supracitadas, as organizações foram escolhidas na ordem de seu valor de mercado até maio de 2016, a fim de constituir financeiramente uma maior fatia da população estudada e foram agrupadas por porte, em maiores e menores empresas, levando em consideração a mediana do valor de mercado das 20 empresas selecionadas.

Os dados foram coletados a partir dos FRs das empresas integrantes da amostra, em especial, as práticas de remuneração executiva divulgadas no item 13 do mesmo, com foco específico nos subitens 13.1, 13.2, 13.3 (IN CVM, 480/2009) conforme Quadro 4.

Quadro 4 – Informações sobre a remuneração executiva.

#	DETALHAMENTO DO ITEM
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.
13.2	Elaborar tabela em relação à remuneração reconhecida no resultado dos três últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.
13.3	Elaborar tabela em relação à remuneração variável dos três últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.

Fonte: CVM (2009).

Posteriormente, as informações coletadas foram organizadas e tabuladas, a fim de compor uma base de dados estruturada, de forma a viabilizar a análise de conteúdo. Para Weber (1990 *apud* Roesch, 1999, p. 169-170):

A análise de conteúdo usa uma série de procedimentos para levantar inferências válidas a partir de um texto. O método busca classificar palavras, frases, ou mesmo parágrafos em categorias de conteúdo. Utiliza desde técnicas simples até outras mais complexas, que se apoiam em métodos estatísticos.

Assim, as informações foram organizadas, conceituadas e categorizadas conforme as premissas da análise de conteúdo. Para isso, foram construídos dois modelos a fim de qualificar e analisar o interior dos FRs, utilizados tanto para coleta quanto para análise e interpretação dos dados.

O primeiro modelo, apresentado no Quadro 5, trata-se de um comparativo mapeando os principais componentes da remuneração executiva e um detalhamento dos KPIs utilizados para efeito de remuneração em cada empresa da amostra.

Quadro 5 – Modelo 01 de Coleta e Análise

COMPARATIVO DOS PRINCIPAIS COMPONENTES DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA						
	Elaboração da política de remuneração da diretoria e os interesses de CP, MP e LP	Existência de estrutura específica para tratar de remuneração da diretoria	Composição e elementos da remuneração da diretoria	Metodologia e ligação entre a remuneração variável da diretoria e metas pré-estabelecidas	Proporção da remuneração variável da diretoria na sua remuneração total	Indicadores de desempenho ligados a remuneração da diretoria
Emp. 01						
(...)						
Emp. 20						

EXEMPLO DE INDICADORES

INDICADORES DE DESEMPENHO	Emp 01	(...)	Emp. 20
Lucro Líquido			
Lucro Operacional			
EBITDA			
ROL (Receita Operacional Líquida)			
FCL (Fluxo de Caixa)			
ROIC ROI (Retorno s/ o Investimento)			
EVA VEC ou GV (Geração de Valor)			
Valor de Mercado (Preço das Ações)			
Desempenho Operacional Específico			
Qualitativo (Não Contábeis)			

Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

Já o segundo, apresentado no Quadro 6, é um modelo de aderência às MPGC quanto à remuneração executiva.

Quadro 6 – Modelo 02 de Coleta e Análise

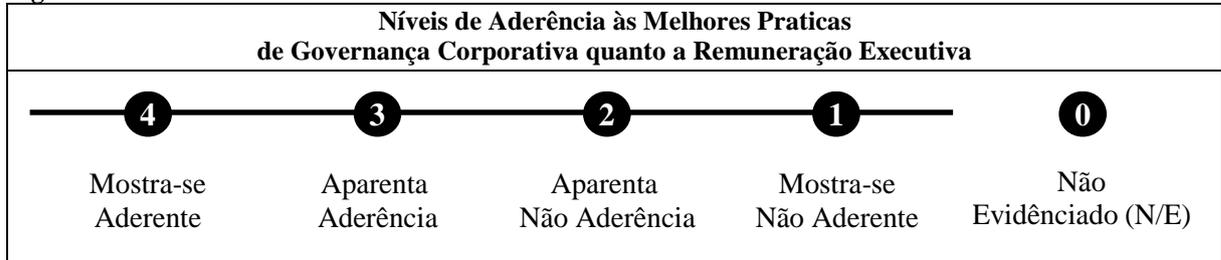
Classe da Afirmativa	Afirmativas (AFs) sobre às Melhores Práticas de Governança Corporativa	Emp. 01	(...)	Emp. 20
Conflito de Agência	AF 01: A remuneração dos conselhos (fiscal e administração) deve ser diferente (incentivos, métricas e prazos) daquela adotada para a diretoria, em função da natureza e de papéis distintos desses órgãos na organização.			
Conflito de Agência	AF 02: Os conselhos (fiscal e administração) devem contar apenas com conselheiros externos e independentes. Não havendo a presença de conselheiros internos, executivos/administradores da empresa.			
Conflito de Agência	AF 03: Não deve haver remuneração variável para os conselhos (fiscal e administração), recomenda-se remuneração fixa mensal igual para todos os conselheiros, em função de suas responsabilidades. Salvo adicionais de responsabilidade e outras participações em comitês.			
Conflito de Agência	AF 04: Não deve haver remuneração variável para os conselheiros atrelada a resultados de curto prazo.			
Desempenho	AF 05: Avaliação da diretoria deve considerar metas de desempenho, financeiras e não financeiras.			
Desempenho	AF 06: O processo de avaliação da diretoria é apoiado/auxiliado pelo comitê de pessoas/gente (quando existente).			
Desempenho	AF 07: A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a organização.			
Desempenho	AF 08: As metas e as premissas de eventual remuneração variável da diretoria devem ser mensuráveis e auditáveis.			
Gestão	AF 09: A remuneração da diretoria deve ser justa e compatível com as funções e os riscos inerentes a cada cargo e devidamente contabilizada.			
Gestão	AF 10: As organizações devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração aos diretores.			
Gestão	AF 11: Na criação da política de remuneração, o conselho de administração, por meio do comitê de remuneração ou de pessoas, se houver, deve considerar os custos e os riscos envolvidos nesses programas.			
Conflito de Agência	AF 12: A política de remuneração não deve estimular ações que induzam os diretores a adotar medidas de curto prazo sem sustentação ou que, ainda, prejudiquem a organização no longo prazo, expondo a organização a riscos extremos ou desnecessários.			
Conflito de Agência	AF 13: Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação sobre sua própria remuneração. O conselho, em conjunto do comitê de pessoas/gente, se houver, deve aprovar as propostas de remuneração para a diretoria.			
Gestão	AF 14: A remuneração anual dos administradores deve ser divulgada: Individualmente ou agregada por órgão social ou comitê, com indicação da remuneração máxima, mínima e da média recebida pelos membros do órgão.			
Gestão	AF 15: A remuneração anual dos administradores deve discriminar o tipo de remuneração: fixa ou variável e benefícios.			
Desempenho	AF 16: Devem ser divulgadas e explicadas as políticas de remuneração e de benefícios dos administradores, seus incentivos de longo prazo e, quando existentes, as regras de bônus de retenção, de saída e/ou de não competição.			

Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

Como pode ser observado no Quadro 6, foram estruturadas 16 afirmativas encontradas no Código de MPGC (IBGC, 2015) e as mesmas foram tipificadas em três classes, as ligadas a: mitigação dos conflitos de agência; gestão empresarial da remuneração; e avaliação do desempenho.

Para cada afirmativa (AF), foi atribuída uma nota de 4 a 0, em todas às 20 companhias da amostra, a fim de avaliar o grau de aderência de cada empresa às MPGC relacionadas à remuneração executiva, tal como representado na Figura 3:

Figura 3 – Escala de Aderência Utilizada no Modelo 02.



Fonte: Elaborado pelos autores (2016).

Dessa forma, em ambos os modelos, analisou-se os resultados das empresas sob uma ótica geral e específica, nos *clusters* por segmentação de listagem e porte. O Modelo 01 permitiu comparar, à luz da teoria, as políticas e metodologias de remuneração, o *design* da sua estruturação, bem como a relevância da remuneração variável para as empresas e a sua influência e associação aos indicadores adotados para remunerar o executivo. O Modelo 02, por sua vez, permitiu determinar o grau de aderência para cada MPGC e consolidar essa visão em três classes já supracitadas, bem como compreender a distribuição entre os níveis de aderência.

4 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta etapa, as políticas da remuneração da alta administração foram analisadas e avaliou-se sua conformidade frente às MPGC relacionadas. Para tanto o presente capítulo se divide em três secções: a primeira tem seu foco na aderência das políticas de remuneração às MPGC; a segunda mostra o *link* entre os indicadores de desempenho e a remuneração; e por fim, a terceira secção, apresenta a consolidação da interpretação geral sobre os resultados da pesquisa com foco na ligação entre a remuneração executiva e o desempenho empresarial.

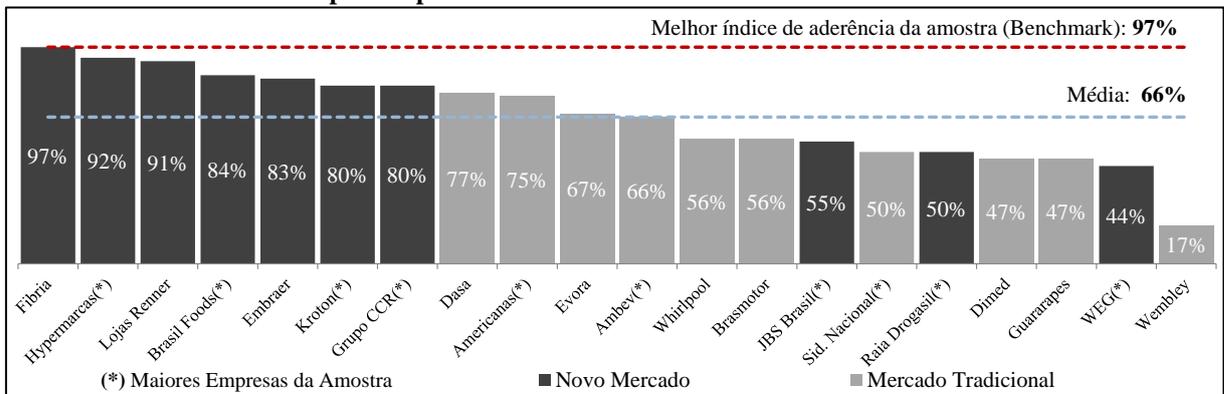
4.1 POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO E ADERÊNCIA ÀS MPGC

Percebeu-se, inicialmente, que os FRs do conjunto analisado possuem pouca transparência na divulgação e elucidação detalhada das informações ligadas às práticas de GC. Em muitos casos, as informações não são claras ou levemente tangenciam os tópicos ligados às

boas práticas. Além disso, avaliou-se que apenas 20% das empresas analisadas descrevem com precisão e detalhes as políticas, critérios e metodologias da remuneração dos seus executivos, o que, por si só, já deturpa o objetivo principal do FR, que foi implantado pela CVM, justamente para ampliar a transparência para os usuários na divulgação do maior número viável de informações relevantes aos *stakeholders*.

Apesar disso, utilizando-se a metodologia proposta, foi possível compreender o nível de aderência das empresas às MPGC em cada uma das classes de informação criadas, tendo sido estabelecido, a partir disso, um ranking geral de aderência, apresentado no Gráfico 1.

Gráfico 1 – % de Aderência por Empresa



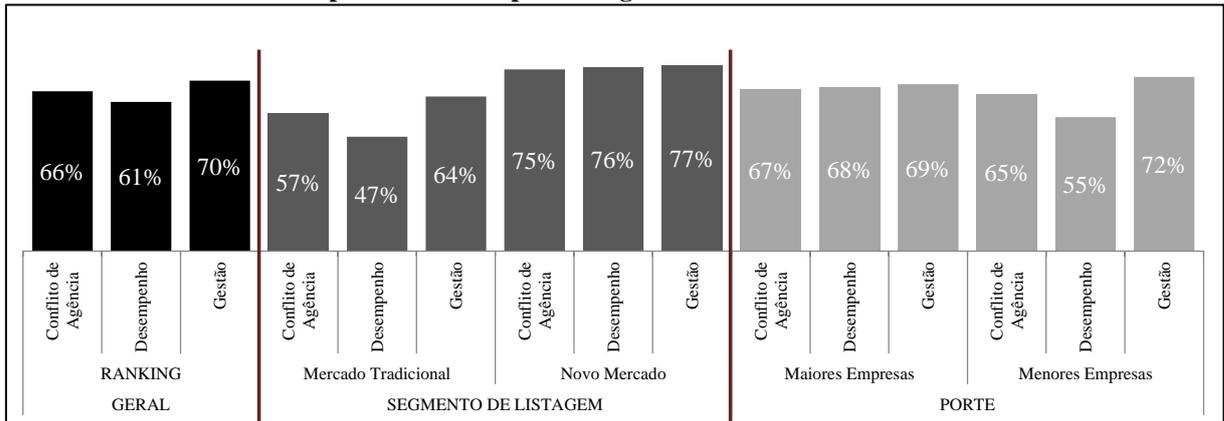
Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

De acordo com as informações analisadas, destaca-se as empresas Fibria (melhor índice de aderência do comparativo, com 97%), Hypermarcas e Lojas Renner, que obtiveram índices superiores a 90% de aderência às MPGC. Em contraponto, 45% das empresas pesquisadas ficaram abaixo da média comparada de 66% de aderência.

Percebe-se também que as empresas listadas no NM e as de Maior Porte na amostra, em média, possuem os maiores índices de aderência às MPGC, sendo respectivamente, 75% e 68%, estando acima da mencionada média geral de 66%. Em contrapartida, o índice de aderências às MPGC para as empresas do MT foi de 56% e para as de menor porte, de 64%.

No Gráfico 2, investiga-se o comportamento das empresas, avaliando-se seu resultado de aderência em cada uma das classes presentes no modelo desenvolvido e apresentado no Gráfico 2 (Conflito de Agência, Desempenho e Gestão):

Gráfico 2 – % de Aderência por Cluster e Tipo de Pergunta



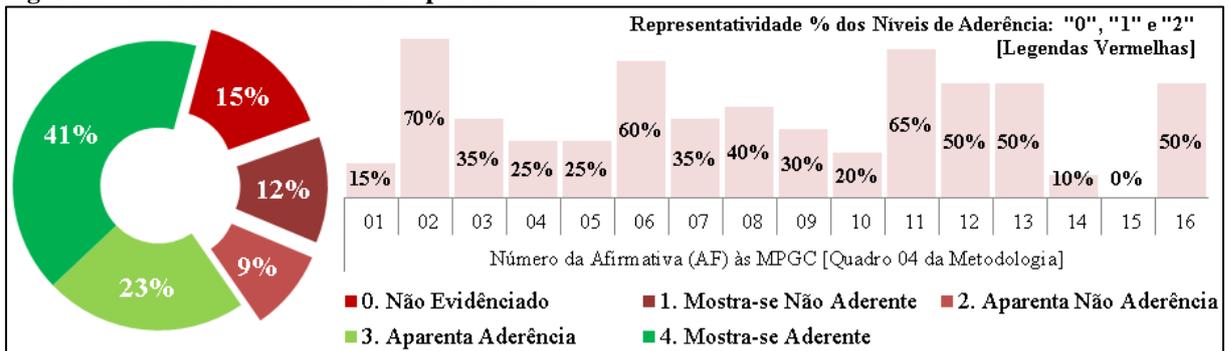
Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

Nota-se que às MPGC relacionadas ao Conflito de Agência não fogem do resultado médio de aderência das empresas pesquisadas, ou seja, 66%. Já as afirmativas ligadas à gestão da remuneração, apresentaram resultados superiores à média geral, demonstrando 70% de nível de aderência. Entretanto, o pior índice foi encontrado na classe das MPGC relacionadas ao desempenho, com 61% de aderência. De acordo com o Gráfico 2, é possível também constatar que as médias de aderência são diferenciadas ao se analisar os *clusters* de Segmento de Listagem e Porte das empresas.

No que diz respeito ao segmento de listagem, as médias de aderência às MPGC para as empresas do NM são visivelmente superiores em cada uma das três classes. Nota-se que há um nível de aderência mais uniforme às MPGC dentro do NM, comparativamente ao MT. Já no cluster por porte, a flutuação dos resultados das três classes não é tão significativa, e não se diferencia substancialmente entre as empresas de Maior e Menor porte. A exceção concentra-se na aderência às MPGC relacionadas ao desempenho, que nas empresas menores chega a ser 13 pontos percentuais inferior ao das empresas de maior porte da amostra.

Em paralelo, avaliando-se o número de afirmativas, sob a perspectiva da distribuição dos níveis de aderência à governança, previstos no modelo proposto na metodologia deste trabalho, Quadro 6 e Figura 3, e com base no que foi elucidado pelas empresas, observa-se os resultados demonstrados na Figura 4:

Figura 4 – Aderência às Afirmativas por Nível



Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

Nota-se, na Figura 4, que, 64% das afirmativas apresentam maior nível de aderência às MPGC, ou seja, referem-se aos níveis “3. Aparenta Aderência” e “4. Mostra-se Aderente”. Cabe destacar, que as afirmativas que obtiveram o maior número de notas máximas (“Mostra-se Aderente”), representando adesão de 85% das empresas da amostra foram: “AF. 01: A remuneração dos conselhos (fiscal e administração) deve ser diferente (incentivos, métricas e prazos) daquela adotada para a diretoria, em função da natureza e de papéis distintos desses órgãos na organização”; e “AF. 15: A remuneração anual dos administradores deve discriminar o tipo de remuneração: fixa ou variável e benefícios”.

Em contrapartida, as afirmativas com os menores níveis (“2. Aparenta Não-Aderência”, “1. Mostra-se Não Aderente” e “0. Não Evidenciado”), representando os outros 36% do total, podem ser observadas na Figura 4, ao lado do gráfico de rosca, com destaque para: “AF. 02: Os conselhos (fiscal e administração) devem contar apenas com conselheiros externos e independentes.

Não havendo a presença de conselheiros internos, executivos/administradores da empresa”, com 70% de representatividade; e “AF. 11: Na criação da política de remuneração, o conselho de administração, por meio do comitê de remuneração ou de pessoas, se houver, deve considerar os custos e os riscos envolvidos nesses programas”, com 65%. Essa última também liderou o quantitativo de resultados compreendidos como “0. Não Evidenciado” após alimentação do modelo. Nessa linha, também chama a atenção o pequeno número de empresas que contam com comitê de remuneração estabelecido, 40% da amostra, estando esse concentrado nas maiores empresas (63%) e no NM (75%). Também é possível evidenciar-se o baixo nível de elucidação das funções e composição desses comitês. Para as empresas que não dispõem de comitê, os assuntos ligados à remuneração são discutidos em assembleias e cabe ao Conselho de Administração deliberar sobre a temática.

4.2 INDICADORES DE DESEMPENHO E REMUNERAÇÃO

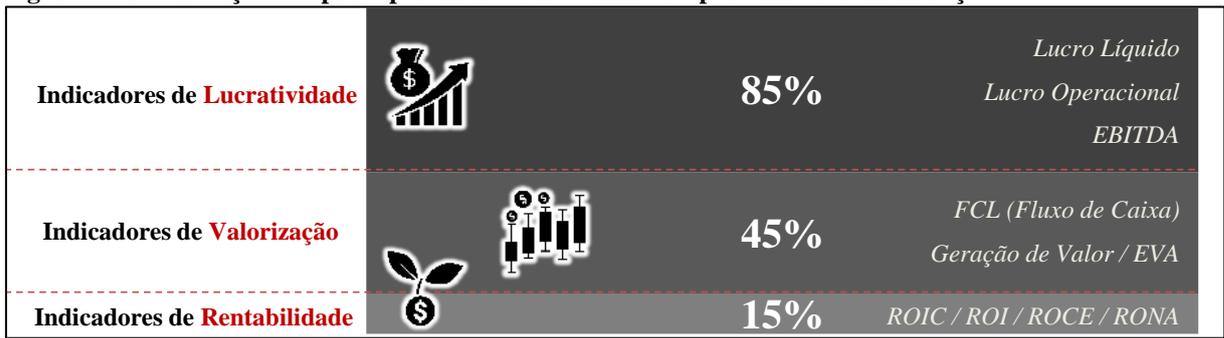
A fim de identificar a associação dos principais indicadores oriundos da contabilidade com a remuneração dos executivos, analisou-se a estruturação da remuneração nas empresas pesquisadas e observou-se que todas elas utilizam-se da remuneração variável com o objetivo de ligar os resultados à compensação dos executivos e amenizar conflitos de agência, sendo que 75% dessas (67% pertencentes ao NM e 60% figurando entre as maiores empresas), além dos planos de curto prazo, também apresentam incentivos de longo prazo.

Entre os incentivos variáveis de curto prazo, destacam-se a participação nos lucros e resultados (PLR) e a distribuição de bônus em dinheiro para os executivos. Entre os incentivos de longo prazo, sublinha-se os direitos a opções de ações (*Stock Options*), ações virtuais (*Phantom Stocks*) e planos de *performance* (distribuição de ações por desempenho).

Avaliando o consolidado das empresas, percebe-se que os indicadores específicos de cada negócio, sejam os de melhoria contínua ou de desenvolvimento organizacional, conforme abordado no referencial teórico, são os mais valorizados pelas empresas na apuração do desempenho para fins de remuneração dos executivos, sendo esses evidenciados por todas as companhias da amostra. Na sequência, porém com menor utilização, destacam-se os indicadores contábeis comerciais (Receita Operacional Líquida) e o EBITDA, utilizados, respectivamente, por 55% e 50% das companhias da amostra.

Cabe destacar a adoção de indicadores qualitativos, e não apenas indicadores contábeis. Averiguou-se que 40% das empresas pesquisadas também utilizam componentes qualitativos como parâmetro de desempenho para o estabelecimento da remuneração variável dos seus executivos. Além disso, excluindo-se os indicadores não contábeis e os específicos de cada negócio, observa-se a distribuição, por classe de indicador, exposta na Figura 5:

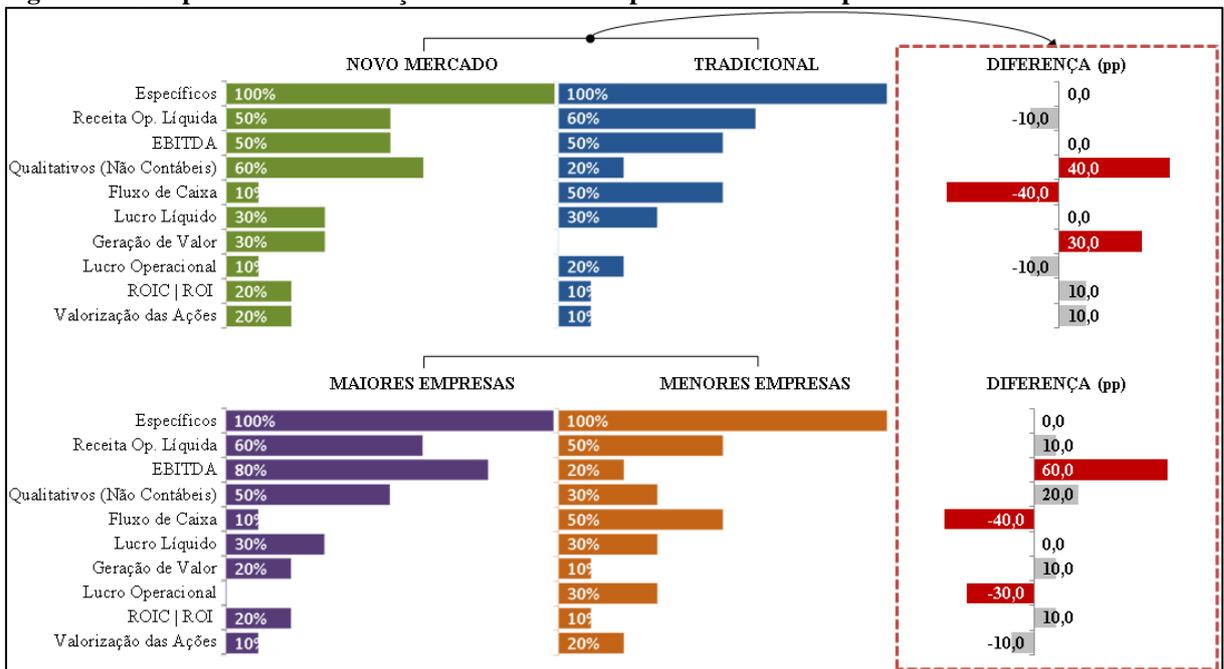
Figura 5 – Distribuição dos principais indicadores utilizados para fins de remuneração



Fonte: Elaborado pelos autores (2016).

Na Figura 5 verifica-se que, para maior parte da amostra, os índices contábeis de desempenho utilizados não são indicadores atrelados diretamente à geração de valor (valorização), sendo utilizado apenas por 45% das empresas, e sim à lucratividade, utilizada por 85% delas. Entre outras características da estruturação dos modelos, identifica-se diferenças ligadas ao rol de KPIs utilizados como gatilhos para as compensações, conforme apresentado na Figura 6.

Figura 6 – Comparativo da Utilização dos Indicadores por Cluster de Empresas



Fonte: Elaborado pelos Autores (2016)

A frequência de utilização dos indicadores, ao se comparar os *clusters* individuais de Porte e Segmento com o ranking geral consolidado, não aparenta diferenças significativas. No entanto, conforme a Figura 6, quando confrontados os *clusters* entre si, é possível identificar

alterações relevantes. Nota-se, entre os pontos de destaque, que ao se comparar as empresas em virtude do segmento de listagem, os indicadores qualitativos (não contábeis) possuem maior tendência de utilização para as organizações do NM do que para as organizações do MT. Os indicadores de fluxo de caixa são mais considerados pelas companhias do MT na formulação da política de remuneração variável. Outra característica identificada é que as empresas do NM utilizam indicadores contábeis de geração de valor entre seus índices de desempenho, enquanto as empresas do MT não evidenciaram essa utilização.

Além disso, desprezando o segmento de listagem da amostra e comparando os *clusters* por porte, identifica-se outras diferenças significativas, como a utilização do indicador de lucro operacional apenas pelas empresas menores, uma maior frequência de utilização do EBITDA como métrica de desempenho pelas maiores empresas comparativamente às demais, bem como os indicadores de fluxo de caixa que possuem uma probabilidade maior de utilização pelas menores empresas.

4.3 ANÁLISE GERAL DE ADERÊNCIA E INDICADORES CONTÁBEIS

Observando-se os resultados apurados sobre as políticas de remuneração executiva, com base nos dois modelos construídos nesta pesquisa, Quadros 5 e 6, identificou-se que mais de 50% da resposta à aderência total está concentrada em oito das vinte empresas pesquisadas, sendo que, a maior parte (88%) faz parte do NM e, equilibradamente, metade delas encontra-se entre as grandes empresas da amostra. Esse fato corrobora com a diferença nos resultados que pode ser observada ao se comparar as maiores com as menores. Essa diferença é inferior a 5pp, sendo o maior destaque visível entre as empresas do MT e do NM, com quase 20pp de diferença no que tange à aderência às melhores práticas relacionadas à remuneração.

Além disso, verificou-se que as MPGC, ligadas à classe desempenho do modelo elaborado, resultaram no menor grau de aderência comparado às demais afirmativas. Apesar disso, percebe-se o esforço das organizações em propor políticas e práticas de remuneração que visam ampliar a sensibilidade ao desempenho contábil, uma vez que a estrutura da remuneração executiva das empresas analisadas apresenta os principais componentes revisados nessa literatura, contudo, com enfoque maior nos elementos fixos e variáveis de curto prazo. Mesmo assim, elementos de longo prazo foram citados pela maioria das empresas.

Nesse sentido, mesmo existindo baixas evidências de diferencial entre os modelos descritos pelas empresas nos FRs, ao observar-se no detalhe a composição dos principais

indicadores oriundos da contabilidade utilizados na estruturação da remuneração executiva, nota-se uma preferência geral pelos indicadores de lucratividade, pela utilização de indicadores específicos do negócio e um percentual relevante de empresas que também consideram indicadores qualitativos de desempenho, conforme tendência abordada na revisão teórica ligada à avaliação por competências. Outra característica compreendida foi que, diferentemente dos resultados ligados à aderência às MPGC, tanto o porte quanto o segmento de listagem das empresas, demonstram diferenças significativas na composição dos indicadores utilizados como métricas para remuneração executiva.

Além disso, conclui-se que o nível de aderência às MPGC nas empresas brasileiras analisadas ainda está aquém do ideal e que existem lacunas substanciais de melhoria, se comparado o desempenho médio aos melhores resultados da amostra (*benchmarks*). Assim, mesmo com toda relevância trazida na literatura e por órgãos competentes como a CVM e o IBGC, a gestão, avaliação e estabelecimento de parâmetros de desempenho para sensibilizar a remuneração dos executivos acaba tendo sua associação comprometida, uma vez que a forma pela qual as empresas elucidam suas práticas atreladas a essa matéria, não permite uma avaliação eficiente dos *stakeholders*, em especial, sobre como os indicadores são definidos e atrelados aos resultados das organizações.

Dessa forma, o aprimoramento do processo de avaliação da diretoria, de forma independente, por comitê de Recursos Humanos, bem como uma maior clareza de mensuração e auditoria sobre a determinação e metodologia das metas e premissas para remuneração variável, detalhando suas regras, políticas e benefícios aos administradores e seus incentivos de curto a longo prazo, são alguns dos pontos de melhoria que permitiriam avançar, não só na maturidade sobre às MPGC, como também na percepção da sensibilidade da remuneração ao desempenho das empresas, estreitando e aprimorando correlações futuras nessa temática.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar as políticas de remuneração executiva e sua ligação com os indicadores contábeis de desempenho em empresas brasileiras de capital aberto, considerando sua aderência às MPGC associadas. Para tanto, foram analisados os FRs de 20 Companhias, 10 listadas no NM e 10 Listadas no MT da BM&FBovespa, abordando-se a problemática de forma qualitativa e descritiva, baseando-se em um procedimento técnico documental de coleta de dados e estudando-os com o auxílio da técnica de análise de conteúdo.

As principais conclusões indicam que, mesmo com os avanços nos padrões de GC ao longo dos anos e com as novas legislações sobre o tema, ainda há espaço para melhorias no *disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto e, por conseguinte, da aderência de suas políticas às MPGC na remuneração dos executivos. Além disso, a literatura analisada mostrou que às MPGC servem de alicerce ao sistema de práticas de GP nas organizações, devendo estar contextualizadas não só nesta área, mas no plano estratégico do negócio e na controladoria, para que os resultados financeiros e contábeis obtidos estejam de acordo com o desempenho pretendido pelas organizações.

Conclui-se que, dentro do universo analisado, as empresas presentes no NM acabam sendo mais aderentes às MPGC ligadas a remuneração que as demais empresas no MT, tanto no que se refere a afirmativas categorizadas como de minimização dos conflitos de agência, da gestão da remuneração executiva e do desempenho empresarial. Notou-se ainda, que o porte das empresas aparenta não ter influência significativa sobre a aderência e o nível de elucidação e transparência das MPGC, com exceção às afirmativas ligadas à classe ‘desempenho’. Essa diferenciação é percebida, tanto para porte como para segmentação de listagem, no que se refere à definição dos principais KPIs, nos quais os indicadores de lucratividade são preponderantes e os não contábeis ganham maior tendência de utilização nas maiores empresas e nas organizações classificadas no NM.

Além disso, foi possível destacar e apontar oportunidades de melhoria tanto sobre as MPGC quanto na associação da remuneração executiva e sua sensibilização ao desempenho contábil. Percebe-se que todas as empresas da amostra se utilizam de um concatenado de KPIs para sustentar os pagamentos das remunerações dos executivos e que a maior parte possui incentivos de longo prazo, o que contribui para a sensibilização das recompensas oferecidas frente ao desempenho executivo.

Como principais limitações desta pesquisa, pode-se apontar o grau de incerteza presente na definição do nível de aderência às MPGC e na seleção dos conteúdos dos FRs que balizaram e compuseram os modelos elaborados. Além disso, o escopo da amostra e o foco sob o item 13 do formulário, sem considerar sua totalidade e outros relatórios, como os próprios demonstrativos e conteúdos gerenciais divulgados pelas empresas, pode influenciar as conclusões encontradas.

Nesse sentido, como sugestões para futuros estudos, sugere-se investigar a problemática sob a mesma ótica qualitativa, utilizando-se os mesmos modelos aqui elaborados, contudo ampliando o conjunto de empresas da amostra, o número de documentos analisados e as

perspectivas de avaliação, a fim de diminuir as incertezas na seleção e análise dos conteúdos. Além disso, notou-se, durante a pesquisa, que, muitas vezes, sendo responsáveis ou não pelas políticas de remuneração, os conselhos de administração das empresas não são independentes, tema amplamente conhecido na literatura e que poderia ser mais bem explorado em estudos futuros em amostras semelhantes.

REFERÊNCIAS

- ASSIS, M. **Gestão de programas de remuneração: conceitos aplicações e reflexões: visão generalizada dos programas de aplicações.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property.** New York: Macmillan, 1932.
- BEUREN, I.; MAZZIONI, S.; SILVA, M. Remuneração dos **Executivos Versus Desempenho das Empresas.** *Revista Adm. Faces Journal*, [s.l.], v. 13, n. 2, p. 8-25, 2014.
- BEUREN, I. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BEZERRA, F. et al. **Remuneração variável dos gestores e o conservadorismo contábil.** In: Florianópolis: Associação Nacional Dos Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), 2012.
- CAMARGOS, M.; HELAL, D. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: ENCONTRO ANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro. **Anais ...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- CATELLI, A. **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON.** São Paulo: Atlas, 2010.
- CHANG, H.; CHOY, H.; WANG, K. Effect of the sarbanes-oxley act on CEOs' stock ownership and pay-performance sensitivity. **Review of Quantitative Finance and Accounting.** v. 38, n. 2, p. 177-207, 2012.
- CHEN, A. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?.** 2012. 26 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Programa de Pós-graduação em Economia, Escola de Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/9856>>. Acesso em: 20 nov. 2015.
- CHEN, H; JETER, D.; YANG, Y. **Pay-performance sensitivity before and after sox.** Ago. 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2321732>>. Acesso em: 20 nov.2015.

CHUO, S.; FONKOUA, J.; POLLARD, Ds. Determination of the performance measure of executive compensation. **Journal of Business and Economics Research**. [s.l.], v. 9, n. 2, p. 121-136, fev. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM 480. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, dez. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 20 nov. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. CPC 10. Pagamento baseado em ação. Brasília, dez. 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=41>>. Acessado em: 20 nov. 2015.

COSTA, M.; TEIXEIRA, A.; GALDI, F. Associação entre a remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da América Latina. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 37. 2013. Rio de Janeiro. **Anais ...** Rio de Janeiro, 2013.

DEMING, W. **Qualidade** – a revolução da administração. 1. ed. Rio de Janeiro: Marques Saraiva, 1990.

EDWARDS, J.; EGGERT, W.; WEICHENRIEDER, A. Corporate governance and pay for performance: evidence from Germany. **Economics of Governance**. [s.l.], v. 10, n. 1, jan. 2009.

FIGUEIREDO, S; CAGGIANO, P. **Controladoria: teoria e prática**. São Paulo: Atlas S.A., 2008.

GIL, A. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GÜNTHER, H. Pesquisa qualitativa versus pesquisa quantitativa: esta é a questão? **Psicologia: teoria e pesquisa**, Universidade de Brasília, v. 22, n. 2, p. 201-210, dez. 2006.

HALLOCK, K.; MADALOZZO, R.; RECK, C. Pay-For performance heterogeneity using quantile regression. **The Financial Review**, [s.l.], v. 45, n. 1, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 30 nov. 2015.

INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (IFAC). International management accounting practice statement: management accounting concepts, New York, mar. 1998.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, abr. 1990.

_____.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

- KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.
- KAPLAN, R.; NORTON, D. **Strategy maps: converting intangible assets to tangible outcomes**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- LIPPERT, R.; PORTER, G. Understanding CEO pay: a set of two pay-to performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. **Journal of Business Research**. V. 40, n. 2, p. 127-138, 1997.
- LUNKES, R.; SCHNORRENBERGER, D. **Controladoria: na coordenação dos sistemas de gestão**. São Paulo: Atlas, 2009.
- MERHEBI, R. et al. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 3, p. 481-497, 2006.
- NASCIMENTO, C.; FRANCO, L.; CHEROBIM, A. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 22-36, 2012.
- OLIVEIRA, A.; FERNÁNDEZ, L. **A relação entre as práticas de recursos humanos e o desempenho organizacional: uma metanálise**. [s.l.: s.n.], 2006.
- _____.; OLIVEIRA, A. Gestão dos recursos humanos: uma metanálise de seus efeitos sobre desempenho organizacional. **Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 650-669, jul./ago. 2011.
- OLIVEIRA, L., PEREZ JUNIOR, J.; SILVA, C. **Controladoria Estratégica**. Atlas, 2011.
- PADOVEZE, C. **Contabilidade gerencial: Um enfoque em sistema de informação contábil**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- PINK, D. **Motivação 3.0: os novos fatores motivacionais para a realização pessoal e profissional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- POLÍCIA FEDERAL. Ministério da Justiça (Org.). **Operação Lava-jato: investigar organizações criminosas responsáveis por desvio de recursos públicos e lavagem de dinheiro em grandes quantias**. 2014. Disponível em: <<http://www.dpf.gov.br/agencia/noticias>>. Acesso em: 20 nov. 2015.
- PRESTES, A. **Remuneração variável: como garantir que estou legalmente fazendo a coisa certa e me precaver de ações trabalhistas**. 2014. Elaborada pela equipe de Educação Empreendedora da Endeavor Brasil. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/como-fazer-um-plano-legal-de-remuneracao-variavel/>>. Acesso em: 20 nov. 2015.
- RAMADAM, Jordanian. Jordanian Evidence for the Pay-Performance Relation. **International Business Research**. 2013, Vol. 6, n. 3, p. 174-182

ROESCH, S. **Projetos de estágio do curso de administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** 3.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. **Projetos de estágio do curso de administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999

SILVA, A. Remuneração de diretores nas sociedades anônimas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 1, n. 1, p. 93-104, jan./mar., 1961.

_____.; ARAÚJO JUNIOR, A.; MARION, J.; JUDÍCIBUS, S. **Opções de ações para funcionários.** São Paulo, Atlas, 2007.

_____.; CHIEN, A. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Rev. Bras. Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVA, E. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, conselho de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores.** 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, M. **Sistemas modernos de remuneração.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Editora, 2005

SOUZA, P.; FARIAS, K. **Remuneração dos executivos e desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras.** São Paulo: USP, 2015. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos152015/304.pdf>>. Acesso em: 20/11/2015

SUNDER, S. **Teoria da contabilidade e do controle.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

VASSOLER, A. **Relação entre a remuneração de executivos e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto.** 2010. 46f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, Vitória, ES, Brasil, 2010.

VICTOR, F. **Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação.** 2013. 139 f. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, Porto Alegre, 2013. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/86849>>. Acesso em: 20 nov. 2015.

VICTOR, F.; CARVALHO, E.; FUNCHAL, J. ; TERRA, P. Convergência no disclosure da remuneração de executivos no Brasil. In: FONTES FILHO, J.; LEAL, R. (orgs.). **Governança corporativa: internacionalização e convergência: os novos rumos das práticas de governança.** 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2010.

WOOD JUNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva.** São Paulo: Atlas, 2004.