UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

JULIANO AUGUSTO ORSI DE ARAUJO

Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o
fluxo de caixa operacional

ORIENTADOR: PROF. DR. MAISA DE SOUZA RIBEIRO

RIBEIRÃO PRETO

2019

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Amaury José Rezende
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

JULIANO AUGUSTO ORSI DE ARAUJO

Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o
fluxo de caixa operacional

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em
Controladoria e Contabilidade da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade de
Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para
obtenção do título de Doutor em Ciências.

ORIENTADORA: PROFA. DRA. MAISA DE
SOUZA RIBEIRO

Versão corrigida. A original se encontra disponível na FEA-RP.

RIBEIRÃO PRETO

2019

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Araujo, Juliano Augusto Orsi de

Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o fluxo de caixa operacional. Ribeirão Preto, 2019.

75 p. : il. ; 30 cm

Tese de doutorado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientadora: Ribeiro, Maísa de Souza.

1. Remuneração executiva. 2. Retorno para o acionista. 3. Qualidade do lucro. 4. Gerenciamento de resultados. 5. Fluxo de caixa operacional.

À minha família.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo dom da vida, pelas disposições e permissões, mas sobretudo, por me ensinar a cada dia a entender os Teus sinais e aceita-los. Esta tese é a conclusão de um destes Teus sinais que me permitiu compreender lá em 2015.

Aos meus pais, que foram instrumentos de Deus para me conceder a vida. Que lá, desde o início de tudo, planejavam nossa família e a constituíram, com dificuldades e lutas, mas com maestria. Nos deram a base para uma vida digna, reta e concisa. À minha mãe, que sempre se mostrou ser uma fortaleza e sempre se dispôs a abrir os braços para seus filhos nos momentos que precisamos. Ao meu pai, que me ensinou a ser homem e me apresentou a Contabilidade enquanto profissão, cujo amor se aflorou de tal maneira que me estendi até a conclusão desta tese.

À minha esposa, Simone, que abraçou e abraça todas as “loucuras” que proponho para nós. Esta tese não é só minha, e você sabe disso!

Ao meu filho, que na pequenez de seu existir, foi tão grande em me ensinar o sentido das palavras amor e vida!

Ao meu irmão João e minha sobrinha Cecília, por cuidarem da “véia” nas minhas ausências!

À minha orientadora, que desde o início acreditou no projeto e sempre soube conduzir o andamento do trabalho de maneira ímpar. Prof. Maísa, saiba que a seriedade com que a senhora conduz a vida acadêmica, foi inspiração para que eu jamais deixasse de cumprir algo que havíamos combinado no desenvolvimento desta tese.

Ao Professor Marcelo Botelho, pelas várias vezes em que se dispôs a esclarecer as dúvidas quantitativas!

Ao Professor André Aquino, por me ajudar a enxergar a Contabilidade com outros olhos!

Ao amigo e Professor Marcus Zittei, que nos momentos de escuridão acadêmica, ascendia uma luz que ajudava a reencontrar o caminho!

Aos meus colegas de turma de doutorado, Aviner, Fabrício, Rogiene, Raíssa, Eduardo e Orcélio! Muito obrigado pelo convívio, pelas discussões acadêmicas e pelos cafés! Joguem duro!!!

Aos colegas de mestrado com quem “paguei” créditos! Acreditem, o mestrado é duro, mas o doutorado recompensará toda essa dureza!!! Avanti!!!!

Aos colaboradores da Express Contábil, Maíra, Simone e Thiago, Claudete, Jussara e Takeshi, Suzy, Jaqueline e Julinho, que nestes anos de doutorado deram conta do recado enquanto o “patrão” estava ausente!

Aos professores e colaboradores da FEA-RP, que sempre estiveram solícitos e disponíveis a ajudar na consecução deste produto final. Passar estes anos na FEA-RP foi mais suave graças ao apoio de vocês!

RESUMO

ARAUJO, Juliano Augusto Orsi de. **Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o fluxo de caixa operacional**. 75 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2019.

As relações entre investidores e executivos são abordadas pela Teoria da Agência que, entre outras tratativas, afirma que a remuneração executiva é um instrumento que investidores dispõem para controlar as ações de executivos. No entanto, há a assimetria de informações e os executivos possuem maneiras de gerenciar informações contábeis de modo a atingir as metas estabelecidas pelas políticas de remuneração e aumentar a própria riqueza em detrimento do aumento da riqueza do acionista. Neste sentido, esta tese investigou se a informação contábil influencia nos determinantes da remuneração executiva de companhias europeias para o período de 2008 a 2017. Para isto, lançou mão de três artigos independentes que juntos constroem esta tese. O primeiro uma revisão de literatura em que se traçou um retrato temporal, geográfico e temático das publicações acerca do problema de agência. Os dois artigos seguintes são empíricos e abordaram duas vertentes contábeis de suma importância para a sustentação de uma companhia: o resultado e o caixa. O segundo artigo investigou se os pacotes de remuneração executiva sofrem influência da qualidade do resultado e o terceiro artigo investigou acerca da influência do fluxo de caixa operacional sobre a remuneração executiva. A pesquisa utilizou dados secundários, tal que o estudo bibliográfico foi elaborado a partir de um levantamento bibliométrico e os dois trabalhos empíricos foram construídos a partir de dados coletados da base Thomson Reuter/s Eikon©. A técnica estatística aplicada foi a regressão com dados em painel. O estudo bibliométrico indicou uma lacuna no conhecimento preenchida pelos dois artigos empíricos. O primeiro identificou que as companhias não determinam os pacotes de remuneração a partir da qualidade do resultado. O segundo identificou uma bonificação paga ao executivo em função da geração de caixa operacional. A contribuição da tese se dá no alerta aos investidores acerca da determinação das políticas de remuneração executiva a partir de indicadores de desempenho de curto prazo e nenhuma relação destas compensações com indicadores que indicam qualidade da informação contábil e sustentabilidade de resultados no longo prazo.

Palavras chave: Remuneração executiva. Retorno para o acionista. Qualidade do lucro. Gerenciamento de resultados. Fluxo de caixa operacional.

ABSTRACT

ARAUJO, Juliano Augusto Orsi de. **CEO compensation and accounting information: a study on earnings quality and cash flow of operations.** 75 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2019.

The relationship between investors and executives are addressed by the Agency Theory which, among other subjects, says that the CEO Compensation is an instrument that investors have to control the actions of executives. However, there is the asymmetry of information and executives have ways to manage accounting information to achieve the goals established by the remuneration policies and increase their wealth at the expense of growing shareholder wealth. In this sense, this thesis investigated whether the accounting information can influence the determinants of CEO Compensation of European companies for the period 2008 to 2017. For this, they have resorted to three independent articles that together build this thesis. The first is a literature review in which we drew a picture temporal, geographic and thematic of publications about the problem of agency. The following two articles are empirical and addressed two statements of paramount importance to sustain a company: earnings and cash. The second article investigated whether CEO Compensation packages are influenced by the earnings quality and the third article investigated the influence of cash flow of operating on executive remuneration. The research used secondary data, such that the bibliographic study was prepared from a bibliometric survey and the two empirical studies were constructed from data collected from Thomson Reuters Eikon®, companies established in countries of the European Union, for the period 2008 to 2017. The statistical technique applied was the regression with panel data. The bibliometric study indicated a gap in knowledge filled by two empirical articles. The first identified that companies do not determine remuneration packages from the earnings quality. The second recognized a subsidy paid to the executive in function of the cash flow of operating. The contribution of this thesis is on the alert for investors concerning the determination of CEO Compensation policies from performance indicators of short-term and no relation of these compensations with signs that indicate the quality of accounting information and sustainability of results in the long term.

Key words: CEO Compensation. Return to the shareholder. Earnings quality. Earnings Management. Cash Flow Operating.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1 Objetivo e questão de pesquisa	11
1.2 Justificativa	12
1.3 Estrutura do trabalho	13
2. TRINTA ANOS DE PESQUISA EM REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E RETORNO PARA O ACIONISTA	14
Resumo	14
1 Introdução	15
2 Revisão de Literatura	16
2.1 Estudos iniciais – Estados Unidos e Reino Unido	16
2.2 Expansão para outros países europeus	17
2.3 Comparações entre cenários	18
2.4 Os estudos se expandem pelo mundo	19
2.5 Divulgação obrigatória: China e Brasil exploram a temática	22
3 Metodologia	24
4 Resultados	24
5 Conclusões	28
Referências	29
3. INFORMAÇÃO CONTÁBIL E REMUNERAÇÃO EXECUTIVA: UMA VISÃO A PARTIR DA QUALIDADE DO LUCRO	34
Resumo	34
1 Introdução	35
2 Referencial Teórico	36
2.1 Teoria da Agência	36
2.2 Remuneração executiva	37
2.3 Qualidade do lucro	37
2.3.1 Persistência de lucros	38
2.3.2 Magnitude de <i>accruals</i>	38
2.3.3 Suavização de resultados	39
2.3.4 Tempestividade no reconhecimento de perdas	40
3 Metodologia	40
4 Resultados	42

5 Considerações finais	45
Referências	47
4. REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E CAIXA: HÁ INCENTIVOS PARA GERAÇÃO DE FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL?	52
Resumo	52
1 Introdução	53
1.1 Questão de Pesquisa	53
1.2 Objetivo	53
1.3 Justificativa	54
2 Referencial Teórico	54
2.1 Determinantes da Remuneração Executiva	55
2.2 Fluxo de Caixa Operacional	56
3 Metodologia	58
4 Resultados	59
4.1 Incentivos aos Executivos, por meio de Remuneração e Geração de Caixa	59
4.2 O que leva Empresas com Redução de Caixa Operacional a Aumentar a Remuneração Executiva?	61
5 Considerações Finais	62
Referências	64
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	68
REFERÊNCIAS	73
ANEXO A – Declaração. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade	75

1. INTRODUÇÃO

A remuneração de executivos, recorrentemente, recebe olhares da mídia e da sociedade em decorrência de ações de executivos que culminam em fraudes contra o patrimônio das companhias por eles administradas. Ao buscar-se um marco inicial em que a sociedade cobrou maior transparência quanto aos pagamentos efetuados aos executivos, encontra-se nos anos 1930 as primeiras normativas editadas por agências reguladoras norte-americanas, exigindo que a “caixa preta” da remuneração executiva fosse aberta: *Interstate Commerce Commission*, para as companhias férreas, *Federal Reserve*, para os bancos, *Power Commission*, para as companhias de energia elétrica e a *Securities and Exchange Commission*, para as companhias de capital aberto.

Nos anos 1990 tal exigência se estendeu ao Reino Unido e nos anos 2000 se tornou obrigatória na Irlanda e União Europeia. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários editou Instrução Normativa em 2009 exigindo a divulgação das informações acerca do pagamento aos executivos das companhias abertas brasileiras.

No entanto, tais medidas não coibiram esquemas de fraudes promovidos por executivos. O início dos anos 2000 registrou casos emblemáticos envolvendo executivos e algum tipo de fraude contábil/financeira nas mais diversas companhias: Enron e WorldCom em 2001, Parmalat em 2003, Volkswagen em 2005, Siemens em 2007, Samsung em 2008 e mais recentemente o caso da Nissan em 2018.

Paralelamente, a ciência busca entender e encontrar maneiras de contribuir com a sociedade e coibir este tipo de comportamento por parte dos executivos. À luz da teoria da firma, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram estudo denominado “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*” em que os autores discutem a relação entre executivos e acionistas, lá denominados de agente e principal que ficou científica e popularmente conhecida como a Teoria da Agência.

A partir deste trabalho, os estudos se desenvolveram inicialmente no cenário norte americano, com os trabalhos de Murphy (1985), Jensen e Murphy (1990), Leonard (1990), Garen (1994), Miller (1995), Murphy (1998), Abowd e Kaplan (1999), Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004). Paralelamente no Reino Unido foram divulgados as pesquisas de McKnight (1996), Conyon (1997) e Conyon e Sadler (2001), com extensão de estudos na Alemanha (Conyon & Schwalbach, 2000 ; Elston & Goldberg, 2003), França (Alcouffe & Alcouffe, 2000; El Akremi, Roussel & Trepo, 2001), Itália (Brunello, Graziani & Parigi, 2001) e também na

China (Firth, Tam & Tang, 1999). No Brasil, os trabalhos iniciais datam dos anos 2000 (Funchal & Terra, 2006; Camargos, Helal & Boas, 2007) tal que os pesquisadores coletaram informações de companhias brasileiras e sul-americanas que emitiam *American Depositary Receipts* (ADRs) nos Estados Unidos. Os dados foram disponibilizados no Brasil apenas a partir de 2009, quando da publicação da Instrução Normativa 480/2009 emitida pela Comissão de Valores Mobiliários.

As pesquisas até então publicadas permearam tópicos como remuneração executiva e retorno para o acionista, governança corporativa e ambientes regulatórios, remuneração de executivos e a contratação de consultorias para determinar os pacotes de remuneração, críticas às metodologias adotadas, estudos comparativos entre países e a busca incessante de encontrar os determinantes de remuneração (Araujo & Ribeiro, 2017).

Paralelamente, a Contabilidade dispõe de características que visam contribuir para que o usuário das informações contábeis tenha uma visão fidedigna e tempestiva acerca da situação patrimonial, bem como do desempenho econômico-financeiro das companhias objeto de contabilidade. Neste sentido, identificou-se uma lacuna no conhecimento e esta tese buscou contribuir com a investigação sobre a remuneração executiva e sua relação com dois elementos fundamentais que garantem a continuidade da companhia, bem como a maximização da riqueza do acionista: a qualidade do resultado e a geração de fluxo de caixa operacional.

1.1 Objetivo e questão de pesquisa

Assim, a tese foi construída sobre a seguinte questão de pesquisa: **qual a influência da informação contábil sobre as políticas determinantes do pacote de remuneração executiva?** Esta questão de pesquisa está alicerçada na resposta de outras três questões de pesquisa desenvolvidas nos artigos que compõem esta tese:

- 1- Qual a influência da qualidade do resultado sobre o pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias?
- 2- Quais os incentivos pagos aos executivos por meio de remuneração para geração de caixa operacional nas companhias abertas europeias?
- 3- Quais os fatores que induzem o aumento da remuneração dos executivos quando há redução do FCO e/ou FCO negativo?

Deste modo, o objetivo da tese se concentrou em examinar se a informação contábil tem a capacidade de influenciar nos determinantes da remuneração executiva de companhias europeias para o período de 2008 a 2017. Os objetivos específicos são: i) investigar se a

qualidade do resultado influencia o pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias; ii) analisar se há incentivos aos executivos, por meio de remuneração, de companhias abertas europeias para geração de caixa operacional e; iii) identificar os fatores que levam as companhias a aumentar a remuneração de executivos mesmo que haja situação de redução do caixa operacional e/ou fluxo de caixa operacional negativo.

1.2 Justificativa

As companhias abertas têm seu capital social constituído de ações emitidas e disponibilizadas no mercado acionário para serem adquiridas por qualquer investidor que tenha interesse. Esse investidor pode ser desde uma pessoa física que concentra suas economias nos papéis de companhias, até grandes fundos de pensão, que têm por trás o capital empregado de milhares de contribuintes e pensionistas dependendo da boa gestão do fundo. Todos buscam a maximização da riqueza e em ambos os casos, há pessoas físicas investidoras com interesse no bom desempenho dessas companhias.

De outro lado, as companhias buscam contratar executivos para a gestão destas empresas. Mas não qualquer executivo, mas sim profissionais capacitados e sobretudo que estejam alinhados com os interesses das companhias que, indiretamente, têm os interesses de seus acionistas também ali depositados. A má gestão destas companhias coloca em risco, em muitos casos, o patrimônio dos investidores.

Os investidores por sua vez não dispõem de muitas ferramentas para controlar as ações dos executivos, a não ser o acompanhamento das demonstrações contábeis publicadas; tentam direcionar as ações futuras dos executivos através de pacotes de remuneração que estejam alinhados com os seus interesses.

No entanto, pesquisas como as de Jensen e Murphy (2010), Kato, Kim e Lee (2005), Funchal e Terra (2006) apresentam relação positiva da remuneração executiva e o desempenho das companhias abertas, muitas vezes medidas por aumento de receita e não propriamente um aumento de resultado econômico efetivo. Estes achados, num primeiro momento, podem demonstrar que o problema de agência está resolvido.

Porém, como destacado por Cheng e Farber (2008), Elayan, Jingyu e Meyer (2008), Burns e Kedia (2006) e Bergstresser e Philippon (2006), os executivos podem lançar mão de gerenciamento de dados contábeis, através de *accruals* discricionários, com o objetivo de maximizar a própria riqueza no curto prazo e comprometer a continuidade do negócio no longo

prazo. Este gerenciamento de resultados habitualmente ocorre em contas contábeis que impactam o resultado econômico de dado período. Dechow, Ge e Schrand (2010) destacam a importância da qualidade do resultado como direcionador de tomada de decisões por parte dos usuários da informação contábil, bem como para a capacidade de predição de resultados que impactam na perpetuidade ou não da companhia no longo prazo.

O resultado contábil pode ser gerenciado por meio dos *accruals* discricionários e, quando é o principal indicador para o estabelecimento dos pacotes de remuneração variável, pode ser objeto de gerenciamento com vistas a proporcionar maiores benefícios aos executivos (Bergstresser & Philippon, 2006; Cheng & Farber, 2008; Conyon & He, 2013; Elayan, Jingyu & Meyer, 2008). Paralelamente a este cenário, as empresas também são obrigadas a divulgar a demonstração do fluxo de caixa e nesta está inserida a capacidade de geração ou consumo de fluxo de caixa operacional. Para Petty e Ross (2009) e Deo (2016), o caixa é menos suscetível ao gerenciamento de resultado e a medida de fluxo de caixa operacional demonstra a qualidade de caixa gerado pelas atividades correntes da companhia.

Assim, alinhar duas métricas contábeis, uma altamente capaz de medir a sustentabilidade de resultados econômicos no longo prazo e a outra, que mede a capacidade de geração de caixa a partir das operações correntes da companhia e, contrapô-las como variáveis explicativas contra os pacotes de remuneração executiva, contribuem de maneira substancial na determinação de políticas de remuneração executiva e mais, garantem ao acionista e usuário da informação contábil, medidas de desempenho que contribuem para a manutenção da riqueza do acionista no longo prazo.

1.3 Estrutura do Trabalho

De acordo com o item XII.3 da resolução CoPGr 7137 de 11 de novembro de 2015 do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, a tese de doutoramento pode ser composta por artigos submetidos à periódicos. Deste modo, esta tese é apresentada com a seguinte estrutura: esta introdução, transcrição do artigo de título “Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista” publicado na Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade ISSN 1981-8610 DOI 10.17524/repec, transcrição do artigo de título “Informação Contábil e Remuneração Executiva: Uma Visão a Partir da Qualidade do Lucro” e o artigo de título “Remuneração de Executivos e Caixa: Há Incentivos para Geração de Fluxo de Caixa Operacional?”.

REPEC, Brasília, v. 11, Edição Especial, art. 2, p. 21-40, 2017
Disponível *on-line* em www.repec.org.br
DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v11i0.1622>

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade
Journal of Education and Research in Accounting

Periódico trimestral, digital e gratuito publicado
pela Academia Brasileira de Ciências Contábeis

ISSN 1981-8610

Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista

Resumo

Objetivo: Investigamos a produção bibliográfica sobre remuneração de executivos nos cenários brasileiro e internacional, a fim de formar uma base teórica para o desenvolvimento de pesquisas empíricas que envolvam o tema. Elegemos a pesquisa de Jensen e Murphy (1990) como marco inicial das discussões sobre a temática.

Método: Trata-se de uma revisão de literatura. A pesquisa foi elaborada com buscas de palavras-chave, por meio da ferramenta *EndNote*™ e o *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL), mantido no Brasil pela Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração (Anpad) sendo: i) Executive Compensation; ii) CEO Compensation; iii) Company performance combinada com a palavra *Compensation* e os termos correspondentes em português na base brasileira.

Resultados: Os principais estudos publicados concentram-se nos cenários norte-americano e britânico, com destaque para os professores Michael C. Jensen (Harvard University), Kevin M. Murphy (*University of Southern California*) e Martin J. Conyon (*University of Pennsylvania*). Jensen participou do estudo que marcou a discussão do problema de agência (Jensen & Meckling, 1976). Murphy desenvolve pesquisas sobre a temática a partir dos anos 1980, no cenário norte-americano, período que também marca o início dos estudos de Conyon, porém, no cenário britânico. Os três autores são referência no tema e desenvolvem estudos em outros cenários econômicos, tais como Canadá, Alemanha e, mais recentemente, China.

Contribuições: Os achados aqui trazidos contribuem para o desenvolvimento de novas pesquisas, de caráter empírico, principalmente em países em que a temática se encontra em desenvolvimento ou em regiões em que surja o interesse pelo assunto, com o incremento destas variáveis para contribuir com o entendimento do problema de agência.

Palavras chave: Remuneração executiva; Retorno para o acionista
Bibliometria.

Juliano Augusto Orsi de Araujo

Doutorando em Contabilidade pela Universidade de São Paulo (Fearn/USP). Contato: Rua Manoel de Toledo, 263, subsolo, Centro, Atibaia (SP), CEP.: 12.940-213.

E-mail: julianoorsi@usp.br

Maísa de Souza Ribeiro

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP) e Professora Titular na Universidade de São Paulo (Fearn/USP). Contato: Avenida dos Bandeirantes, 3900, sala 14C, Monte Alegre, Ribeirão Preto (SP), CEP.: 14040-900

E-mail: maisorib@usp.br

Editado em português e inglês. Versão original em português.

Recebido em 11/6/2017. Pedido de Revisão em 1/8/2017. Resubmetido em 15/10/2017. Aceito em 18/10/2017 por Dr. Orleans Silva Martins (Editor). Publicado em 7/12/2017. Organização responsável pelo periódico: Abracicon

Copyright © 2017 REPEC. Todos os direitos, até mesmo de tradução, são reservados. É permitido citar parte de artigos sem autorização prévia, desde que seja identificada a fonte.

1. Introdução

Neste artigo, investigamos a produção bibliográfica sobre remuneração de executivos e o retorno ao acionista nos cenários brasileiro e internacional, a fim de formar uma base teórica para o desenvolvimento de pesquisas empíricas que envolvam o tema. As pesquisas sobre remuneração executiva e sua implicação prática sempre são questionadas quando da existência de crises e/ou problemas concentrados no meio empresarial. Observa-se o episódio dos “bônus milionários” e mais recentemente, em 2009, quando os Estados Unidos ainda estavam enredados pela crise mundial e o congresso americano voltou suas atenções para identificar o responsável, que culminou com a eleição da “cultura dos bônus de Wall Street”. Também há de se observar os casos Enron / WorldCom e a crise *subprime* 2007 (Krauter & Souza, 2013).

A relação existente entre executivos e acionistas é percebida por Jensen e Meckling (1976) quando da divulgação da teoria da Agência, tal que o principal (acionista), detentor do capital, contrata o agente (executivo) que possui a *expertise* de gerir e tomar decisões acerca de um negócio, a seu favor. Entretanto, se houver a maximização da utilidade pessoal de cada um, existem razões para crer que o agente nem sempre agirá conforme o principal espera, fato este gerador do conflito de agência. Araujo, Parisi, Silva e Nakamura (2014) afirmam que a distinção das pessoas do proprietário e do gestor é uma tendência natural da economia globalizada. Para os autores, o acirramento do mercado faz com que as companhias busquem os melhores profissionais para o exercício da função de condução da empresa e tomada de decisões.

Os estudos iniciais foram desenvolvidos no cenário norte-americano, com os trabalhos de Murphy (1985); Jensen e Murphy (1990); Leonard (1990); Garen (1994); Miller (1995); Murphy (1998); Abowd e Kaplan (1999); Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004), e no cenário britânico, com as pesquisas de McKnight (1996); Conyon (1997) e Conyon e Sadler (2001). Há uma extensão de estudos em outros países da Europa como Alemanha (Conyon & Schwalbach, 2000; Elston & Goldberg, 2003), França (Alcouffe & Alcouffe, 2000; El Akremi, Roussel & Trepo, 2001), Itália (Brunello, Graziani & Parigi, 2001) e também na China (Firth, Tam & Tang, 1999).

Baker, Jensen e Murphy (1988) afirmam que a teoria e a prática acerca dos contratos de remuneração parecem particularmente distantes e que não há o uso do que prevê a teoria quando do desenho destes contratos. Barkema e Gomez-Mejia (1998), Kato, Kim e Lee (2005) e Krauter e Souza (2013) defendem que os estudos devem ser expandidos e desenvolvidos, além do cenário norte-americano. Como observado por Kato, Kim e Lee (2005), houve uma explosão de estudos no cenário americano e poucos estudos em outros mercados, como na Ásia, África e Américas Central e do Sul.

Os principais estudos publicados concentram-se nos cenários norte-americano e britânico, com destaque para os professores Michael C. Jensen (*Harvard University*), Kevin M. Murphy (*University of Southern California*) e Martin J. Conyon (*University of Pennsylvania*). O professor Jensen participou do estudo que marcou a discussão do problema de agência (Jensen & Meckling, 1976). Murphy desenvolve pesquisas sobre a temática a partir dos anos 1980, no cenário norte americano, período que também marca o início dos estudos do prof. Conyon, porém, no cenário britânico. Os três autores são referência no tema e, a partir deste destaque, desenvolvem estudos em outros cenários econômicos, tais como Canadá, Alemanha e, mais recentemente, China. Também desenvolvem a *expertise* para o desenvolvimento de pesquisas comparando os cenários entre si.

No Brasil, o interesse pela pesquisa nessa temática cresceu na última década e tem despertado o interesse de pesquisadores das áreas de Contabilidade, Administração, Economia e Finanças, para entender como o fenômeno da remuneração de executivos e o retorno aos acionistas se comportam no ambiente brasileiro. Beuren e Silva (2015) entendem que a maior transparência com a divulgação destas informações contribui para o fortalecimento do mercado de capitais em que são divulgadas. No entanto, os resultados encontrados em pesquisas nacionais e internacionais são contraditórios e, não, conclusivos.

Para Quevedo-Silva, Santos, Brandão e Vils (2016), o uso de técnicas bibliométricas é uma prática comum em pesquisas sociais aplicadas, com o auxílio no entendimento de novas temáticas e tendências acerca de pesquisas futuras. Araujo (2006) contribui afirmando que é a técnica que mede a produção e disseminação do conhecimento científico.

2. Revisão de Literatura

Os estudos voltados a investigar a relação entre a remuneração executiva e o retorno para os acionistas derivam da pesquisa de Jensen e Meckling (1976), que, a partir de elementos da teoria da Agência, da teoria dos Direitos de Propriedade e da teoria de Finanças, desenvolveram a teoria de Estrutura de Propriedade da Firma. Os autores definiram os conceitos de custos de agência e sua natureza. Muitos estudos buscaram, ao longo do tempo, apresentar o estado da arte sobre a temática, que se estende por décadas e ainda inspira pesquisadores a debruçar-se nos estudos a fim de buscar resultados conclusivos.

2.1 Estudos iniciais – Estados Unidos e Reino Unido

Algumas obras clássicas, entre elas a de Copeland, Weston e Shastri (2007), apontam para o trabalho de Jensen e Murphy (1990) como a obra seminal acerca dos estudos empíricos que testaram as relações entre remuneração e retorno.

No entanto, Murphy (1985) já apresentava inquietação sobre a temática, pois até então os estudos que buscavam identificar relação entre remuneração e desempenho não conseguiam resultados significativos por meio de ferramentas estatísticas. Murphy (1985) afirma que os estudos até então desenvolvidos omitiram algumas variáveis importantes e sugere o uso das informações acerca do retorno para o acionista e o crescimento de vendas. Em seu trabalho, Murphy (1985) identificou forte relação positiva entre *performance* e remuneração de executivos e também de aumento de vendas e remuneração.

Os achados anteriores se alinham com o que Jensen e Murphy (1990) encontraram cinco anos mais tarde. Pesquisaram as remunerações publicadas na Forbes entre 1974 e 1986 e estimaram que a relação existente entre pagamento e *performance* para os executivos indicaram um crescimento na remuneração de US\$3,25 cada US\$1.000,00 de acréscimo na riqueza do acionista. Os autores acreditam que esta relação encontrada, embora estatisticamente significativa e positiva, é pequena dada a importância dos cargos nas companhias. Ainda sugeriram que o fator “demissão” não deveria se apresentar relevante por se tratar de uma situação que não representa um incentivo.

Rosen (1990) traçou uma primeira revisão dos achados empíricos sobre remuneração executiva. O autor sugere que o controle deve ser distribuído entre os executivos e que os executivos mais talentosos devem ser alocados em posições de maior relevância e tomada de decisão e em grandes companhias, pois esse efeito é notado em grandes volumes transacionados. O autor também afirma que os contratos devem prover incentivos aos gestores de modo a incentivá-los a alcançar os interesses dos acionistas.

Gibbons e Murphy (1992), provocados pelos estudos até então desenvolvidos que afirmavam que os executivos atuavam visando apenas à construção de uma carreira, desenvolveram estudo para atestar que contratos com incentivos fariam a diferença sobre a *performance* do CEO e, consequentemente, da companhia. Para tal, aplicaram aos modelos desenvolvidos por Fama (1980) e Holmström (1982) variáveis de incentivo observadas nos contratos. Assim, incrementaram o estudo investigando a relação entre a remuneração executiva e a *performance* das ações da companhia no mercado acionário. Os autores identificaram que, com um acréscimo de 10% à riqueza do acionista, aumenta em 1,7% na remuneração executiva.

Conyon e Gregg (1994) também encontraram relação da remuneração com as vendas. Os autores estimaram modelo relacionando pagamento a diretores e retorno para os acionistas também durante os anos 1980. Em uma amostra de cerca de 170 empresas britânicas entre 1985 e 1990, os autores encontraram relação significativa entre remuneração e retorno aos acionistas, mas com elasticidade pequena. Em mais um estudo em que os autores se sentiram provocados pelo controverso pacote de benefícios oferecidos aos CEOs não condizentes com o desempenho econômico apresentados pelas companhias, Conyon e Leech (1994) levantaram dados de 294 empresas britânicas listadas entre os anos de 1983 e 1986. Os autores testaram a relação entre os maiores pagamentos a diretores e a *performance* das empresas, com variáveis de controle de tamanho e medidas de governança corporativa. Os autores identificaram relação

positiva com uma elasticidade estimada bem pequena, o que entendem ser uma fraca relação. Reafirmam as evidências encontradas anteriormente e também encontraram relevância no montante de vendas, variável tida como explicativa pelos autores para o incremento na remuneração da diretoria.

Conyon, Gregg e Machin (1995) promovem uma revisão bibliográfica e uma discussão acerca das pesquisas sobre remuneração executiva e desempenho das companhias no Reino Unido. Apontam para os estudos de Jensen e Murphy (1990), Gregg, Machin e Szymanski (1993), Main (1992), Main e Johnston (1993), Conyon e Leech (1994), Conyon e Gregg (1994) e Conyon (1994) cujos autores encontraram pouca relação entre remuneração e desempenho. Entendem que a remuneração é inadequada e demonstram inquietação uma vez que há discrepância entre a remuneração de empregados em geral e os executivos de ponta das companhias britânicas. Sugerem reformas que permeiam a divulgação de informações e sistemas de incentivos apropriados, reorganização das práticas de governança e uma reforma nas normas que regulamentam estas remunerações.

Dial e Murphy (1995), em estudo de caso, investigaram o uso de incentivos à remuneração executiva para a criação de valor aos acionistas. As estratégias permearam a redução de tamanho das companhias e reestruturação. Em contrapartida, houve o pagamento de bônus aos executivos. Para os autores, o mecanismo funcionou, uma vez que houve realização de ganhos aproximados de 4,5 bilhões de dólares, o que representou um crescimento de, aproximadamente, 553% para o acionista. Os autores concluem que o alinhamento de incentivos aos executivos é fator determinante na geração de valor aos acionistas.

2.2 Expansão para outros países europeus

Existe também uma vertente que examinou a remuneração executiva à luz das práticas de governança executiva, aspectos legais e normativos locais e práticas contábeis adotadas. A exemplo, Conyon e Schwalbach (1997) examinaram o nível e estrutura das políticas de remuneração a executivos em 2846 companhias europeias nos anos 1990, comparando empresas austríacas, belgas, dinamarquesas, alemãs, irlandesas, italianas, holandesas, espanholas, suíças e britânicas. Identificaram que existem diferenças significativas entre os países daquele continente que são explicadas por particularidades dos cargos e pelo tamanho das companhias. Ao isolarem esses fatores, identificaram que características específicas dos países, como estruturas de governança corporativa, legislação e normas contábeis locais e modos distintos de mensuração da remuneração executiva, são relevantes na determinação da política de remuneração da companhia.

Conyon e Peck (1998) examinaram a relação entre diretoria executiva, comitês de remuneração e pagamento do alto escalão de companhias britânicas entre 1991 e 1994. Encontraram pequena relação entre o membro do comitê de remuneração atuar na companhia e a remuneração executiva, ou seja, quando os membros do comitê de remuneração também atuam na empresa, tendem a propor uma remuneração mais alta, se comparada quando o membro é externo à companhia. Os autores acreditam que quando há esta distância entre *board* e empresa, há uma tendência de maior alinhamento entre metas para executivos e interesses dos acionistas.

Clarke, Conyon e Peck (1998) resumiram, por meio de uma *survey*, dados de 342 companhias britânicas com foco em seus valores de governança corporativa e remuneração executiva. No entanto, difere-se das demais, pois se concentraram na visão dos executivos. Investigaram itens como *accountability*, prosperidade do negócio, divulgação de remuneração executiva e a relação com acionistas. Os autores encontraram evidências de que os presidentes das companhias estão alinhados com as regras e princípios estabelecidos pela legislação, agindo com cuidado nas questões de evidênciação contábil. Com isso, os decisores acreditam que se empenha muito esforço com questões regulatórias em detrimento a questões estratégicas que contribuiriam para a prosperidade do negócio. Ainda relatam que os executivos, em sua maioria, apontam para um aumento de exigências de divulgação de remuneração que, para eles, se trata de replicação de informação, já que a mídia especializada divulga esta informação.

Conyon e Schwalbach (2000) também investigaram os fatores determinantes da remuneração executiva no Reino Unido e Alemanha durante o ano de 1994; identificaram diferenças nas regras de governança corporativa e características macroeconômicas entre os países; encontraram maior remuneração no Reino Unido e diferenças entre políticas de remuneração, tal que houve pagamento em opções no Reino Unido e, não, na Alemanha, fator este que contribuiu para uma maior remuneração naquele país. Em ambos os cenários, os autores identificaram forte relação entre remuneração executiva e a *performance* das empresas. Assim, encontramos um franco desenvolvimento das pesquisas também no cenário europeu no final dos anos 1990 e início dos anos 2000.

Murphy (1999) compilou em sua pesquisa trabalhos empíricos e teóricos sobre remuneração executiva publicados até 1998. O autor encontrou estudos com uso de variadas abordagens estatísticas em que constatou que variáveis, como tamanho da empresa, setor e país, influenciam os testes; encontrou trabalhos que exploraram as razões para a troca de executivos que, segundo ele, cresceu após a adoção da remuneração por ações ou opções; e sugere que os estudos sejam ampliados para verificar os efeitos em anos posteriores ao da remuneração baseada em ações.

2.3 Comparações entre cenários

Com o franco desenvolvimento de pesquisas na Europa e Estados Unidos, Conyon e Murphy (2000) firmaram parceria e documentam diferenças entre a remuneração de executivos nos Estados Unidos e no Reino Unido para o ano de 1997. Os autores controlaram variáveis, como tamanho, setor entre outras características de empresas e executivos. Identificaram que os CEOs norte-americanos percebem uma remuneração em caixa 45% superior à dos britânicos e 190% quando se fala de remuneração total. Os autores ainda identificaram que, nos Estados Unidos, o CEO percebe um acréscimo de 1,48% em sua remuneração para cada unidade que aumenta a riqueza do acionista, ao passo que, no Reino Unido, este acréscimo é de apenas 0,25% para a mesma razão. Os autores concluem que esta diferença se dá, principalmente pela maior remuneração por meio de opções nos Estados Unidos, e se alongam em questões institucionais e culturais existentes entre os dois países.

Conyon e Sadler (2001) examinaram a relação entre remuneração e *performance* em companhias britânicas. Os autores desenvolveram o estudo à luz da teoria dos Jogos, que prediz que o plano de carreira gera incentivos aos executivos e pode explicar as variações de pagamentos de diretorias. A amostra de 532 executivos em 100 companhias britânicas revelou que há relação estatisticamente positiva entre a *performance* e a remuneração executiva por meio de opções.

Hall e Murphy (2003) apresentam o problema de se remunerar com opções de ações. Estes instrumentos patrimoniais são ofertados a muitas pessoas e se apresentou como uma forma muito comum de remuneração de executivos com o intuito de reduzir o problema de agência. Para os autores, esta forma de remuneração não é eficiente em atrair, reter ou motivar executivos. Além disso, os autores acreditam que os custos de emissão de opções superam os custos de agência identificados nos estudos.

Diante das discussões, há ainda trabalhos que sugerem mudanças na forma como as políticas de remuneração deveriam ser adotadas. Jensen, Murphy e Wruck (2004) desenvolveram estudo em que traçaram um panorama acerca dos estudos sobre remuneração executiva e suas implicações práticas no cenário norte-americano. O estudo compreende uma revisão de questões envolvendo o problema de agência entre gestores e acionistas, entre membros de conselhos e acionistas e uma discussão sobre o desenho de um pacote de remuneração alinhado com práticas de governança corporativa. Os autores sugerem que havia necessidade de mudanças, com foco no alinhamento dos pacotes de remuneração executiva, tornando-os claros ao mercado e como os autores definem como os executivos praticam o *earnings-management* para atingir seus objetivos.

Conyon e He (2004) desenvolveram parceria que se iniciou com a pesquisa em que se concentraram em uma amostra de empresas em IPO para investigar a relação entre a remuneração de comitês, a remuneração

ração executiva e incentivos a eles. Encontraram uma relação entre a presença de grandes acionistas no comitê de remuneração e a baixa remuneração fixa e alta remuneração variável baseada em resultados. Nas empresas em que havia maiores compensações pagas aos membros dos comitês, havia uma associação com as maiores remunerações fixas e menores remunerações variáveis. Não encontraram evidências da participação de CEOs de outras companhias em comitês de remuneração e as políticas determinantes de remuneração.

2.4 Os estudos se expandem pelo mundo

Em meados dos anos 2000, pesquisadores demonstram interesse em replicar os testes em outros cenários econômicos. A exemplo, Kato, Kim e Lee (2005) apresentam o que intitulam de a primeira estimativa econométrica acerca da remuneração executiva e desempenho entre as empresas coreanas com demonstrações consolidadas ou não. Desenvolveram o estudo utilizando dados em painel contendo dados de remuneração e desempenho e se a empresa participa, ou não, de conglomerado econômico. Foram avaliadas 246 empresas entre os anos de 1998 e 2001. Contrariamente ao que os estudos anteriores apontavam para empresas orientais, os autores encontraram significância estatística entre remuneração executiva e *performance* dos preços das ações no mercado, comparadas aos mercados americano e japonês.

Também Funchal e Terra (2006), estudo tido como seminal no cenário brasileiro, examinaram os determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa, incluindo características do conselho e da diretoria executiva, e sua estrutura de propriedade. Os autores sugerem que novos estudos não devem se concentrar apenas no alto escalão de diretores das companhias, mas expandir para executivos que não estão no topo. Mediram a remuneração apenas como os benefícios pecuniários diretos, ignorando outras formas de compensação tais como benefícios de aposentadoria, planos de participação, assistência médica, entre outros. Esses itens, contudo, frequentemente resultam em um relevante incremento anual na riqueza do executivo.

No ano seguinte, Camargos, Helal e Boas (2007) analisaram a relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que tem ADRs listados em bolsas norte-americanas. Concluíram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho financeiro. Sugerem desenvolver pesquisas com amostras maiores e em outros países, além do uso de dados em painel, analisando a interação das variáveis utilizadas nesta pesquisa ao longo do tempo.

Também no Brasil, Krauter e Souza (2013) investigaram a existência de relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas. Analisaram dados relativos a 2006, de 31 empresas listadas na revista “As Melhores Empresas para Você Trabalhar”, da revista Exame. Os resultados apontaram, por meio do teste não paramétrico de Mann-Whitney, que as empresas com alta pontuação no índice de benefício apresentam valores superiores nos indicadores financeiros de retorno sobre patrimônio líquido e margem das vendas. No entanto, o teste de correlação de Pearson não identificou relação linear significativa entre remuneração de executivos e desempenho financeiro.

No final dos anos 2000 e início de 2010, alguns estudos voltam-se para a relação entre a remuneração e resultado, mas com uma variável de controle distinta até então: a participação de empresas de consultoria na elaboração da política de remuneração nas companhias. Conyon Peck e Sadler (2009) e Conyon (2011) investigaram a relação entre a existência de empresas especializadas em remuneração executiva e seus honorários profissionais. Essas empresas prestam serviços no sentido de orientar acerca de um pacote de remuneração para a alta diretoria. O primeiro concentrou-se nos cenários norte-americano e britânico, e o segundo apenas nos Estados Unidos. Os achados são muito parecidos, tal que encontraram uma remuneração maior em empresas que contratam consultorias. Também identificaram a presença de um pacote de remunerações baseadas em resultados em empresas que mantém relação com as consultorias e, por fim, identificaram que há uma pequena relação entre a contratação de consultorias e o surgimento de conflito de interesses, como relação à outras empresas e/ou clientes, leva a um pequeno aumento na remuneração executiva ou há um contrato de remuneração bastante específico.

Na mesma linha, Murphy e Sandino (2009) também encontraram relação positiva entre a remuneração de empresas de consultoria e os níveis de pagamentos a executivos. Os autores desenvolveram estudo nos cenários norte-americano e canadense, afirmando que a remuneração executiva é maior em empresas que contratam serviços de consultoria para apoio na contratação e na elaboração de pacotes de remuneração a executivos. Os achados estão alinhados com Conyon, Peck e Sadler (2009) e Conyon (2011).

Murphy e Sandino (2012) também investigaram a relação existente entre a contratação de empresas de consultoria e a remuneração executiva. Segundo os autores, quando há a contratação de consultorias há influência no pagamento de salário dos cinco maiores executivos das companhias. Os autores encontraram relação, positiva na análise em que fizeram com 1.074 empresas. Nas empresas em que se mantem estas consultorias, os executivos percebem remuneração maior quando comparadas às empresas que não as contratam.

No entanto, os estudos entendem que não há uma relação de independência para que garanta uma prestação de serviços confiável. Os achados coincidem com a teoria, em que há relação entre a remuneração executiva e a remuneração paga às empresas de consultoria. Há forte relação entre contratação de outros serviços prestados pelos consultores e aumento na remuneração, e fraca relação entre a substituição de consultoria e aumento na remuneração executiva; sugerem explorar os determinantes desta relação, uma vez que companhias anseiam por profissionais de topo, que custam caro e que são contratados por consultorias igualmente caras.

Conyon, Core e Guay (2009) desenvolveram estudo em que compararam a remuneração executiva americana com a britânica, dado que os estudos anteriores não conseguiam entender altas remunerações com baixa rentabilidade no cenário americano e optaram por comparar os dois mercados, pois o Reino Unido não apresenta esta característica. Os autores encontraram uma remuneração muito maior nos Estados Unidos, quando comparado com o Reino Unido e procuraram então investigar se haveria um prêmio pelo risco ajustado. Ainda assim, baseados nesta premissa, os autores ainda encontraram uma remuneração muito maior e abriram a lacuna para investigar os determinantes que levam a remuneração norte-americana a ser tão maior que a britânica.

Conyon e Sadler (2010) investigaram os determinantes dos votos dos acionistas e sua relação com o pagamento de executivos. Tal pesquisa motivou-se pela abertura legal prevista no Reino Unido para que acionistas pudessem opinar acerca da remuneração executiva. Os autores encontraram que menos de 10 por cento dos acionistas deixaram de participar desta seção e entenderam que os acionistas estão preocupados em decidir e participar das definições acerca das políticas de remuneração; também apontam que quando há grandes salários nas companhias, há grande embate acerca da decisão sobre remuneração. Há evidências de que, em empresas em que a remuneração é menor, no passado, houve discussões entre acionistas acerca da remuneração executiva; também encontraram evidências de que nessas empresas houve um alinhamento entre gestores e acionistas no que tange à remuneração, e sinalizam que isso proporciona uma redução no problema de agência. Como estudos futuros, sugerem analisar cenários com crise e pós-crise e avaliar o comportamento do voto dos acionistas e a remuneração. Também recomendam verificar se há reação do mercado quando há grandes dissidências de voto; se esta situação aumenta a rotatividade de executivos; e se há queda no desempenho da empresa quando há intervenção direta dos acionistas na definição das políticas de remuneração executiva.

Jensen e Murphy (2010) debateram sobre o modo que as companhias americanas remuneram seus executivos, não se atentando para o montante, mas a forma. Segundo os autores, a política de remuneração é um dos principais fatores de sucesso em uma organização. Os autores criticam as afirmações veiculadas acerca das altas remunerações de executivos: acreditam que a remuneração é adequada. No entanto, por meio da remuneração proposta não há um reflexo em mudanças no desempenho das organizações, afirmam que o pagamento por *performance* não tem alcançado o objetivo previamente estabelecido. Para os autores, uma maneira de remuneração que diminui a distância de interesses de executivos e acionistas é oferecer ações da própria companhia como forma de remuneração. Ainda defendem que, ao alcançarem grandes resultados, os executivos deveriam receber grandes montantes e o inverso também: baixa *performance* deveria refletir penalidade.

Murphy (2011) ainda explorou questões legais e regulamentares acerca da remuneração executiva nos Estados Unidos. Em estudo qualitativo, o autor passa pelos anos 1980 que foi marcado pela aprovação de regras tributárias, normas contábeis, estabelecimento de divulgação e legislação específica para o tema. Murphy

(2011) afirma que a regulação não exerceu efeitos significativos na relação empresa x agente. Na contramão da regulação, o mercado estabelece o episódio dos *Golden parachutes plan* nos anos 1980, opções nos anos 1990 e ações restritas nos anos 2000. O autor concluiu que a regulamentação da temática legou a atender apenas o legislador e deixou de lado interesses dos próprios acionistas, não contribuindo para o problema de agência.

Murphy e Jensen (2011) investigaram as causas dos problemas associados aos planos de remuneração executiva; focaram na escolha de medidas certas de desempenho, com determinação de *performances* limiares, metas e *benchmarks* e a relação com a remuneração. No mesmo estudo, investigaram o comportamento do pagamento de bônus em empresas financeiras em meio à crise mundial. Murphy e Jensen (2011) afirmam que os planos não devem ser medidos pelo desempenho apenas de um período. Para eles, deve haver intensificação do *board* em relação à investigação sobre *earnings management*, acompanhamento de volatilidade de fluxos de caixa; não oferecer pagamento de uma vez, mas com remuneração ao longo da realização de fluxos de caixa; e incrementar medidas de avaliação como ROA, EPS e ROE.

Jensen e Murphy (2012) investigaram a prática de *earnings management* na relação entre gerentes, membros de conselhos e analistas do mercado de capitais. Segundo os autores, esta prática é caracterizada pela tomada de decisões por parte de executivos que se alinham com determinados agentes de mercados para “produzir” resultados previamente acordados. Afirmam, ainda, que esta prática culmina em perdas para a própria companhia, além de perdas para acionistas, clientes, empregados e comunidade como um todo, além de prejudicar significativamente o funcionamento do mercado e leva à destruição de valor em longo prazo. Os autores sugerem maneiras de coibir tais atos, que consistem em: i) os executivos não devem ser premiados pelo rápido crescimento no preço das ações; ii) as empresas devem acabar com o gerenciamento de resultados e o jogo de orientação de lucros que se tornou comum entre as empresas de capital aberto e os analistas; e iii) os executivos seniores devem se comunicar com os mercados de capitais. Eles devem entender o que impulsiona o valor em sua organização e alinhar metas internas com esses *drivers*, não com as expectativas dos analistas.

Murphy (2012a) investigou os bônus pagos a executivos do setor financeiro norte-americano. O autor encontrou pequena evidência de que as políticas de remuneração incentivam a assunção de riscos entre os altos executivos. O autor apresenta duas regulamentações impostas pelo Poder Legislativo norte-americano, que limitava o pagamento ao alto escalão que, segundo o autor, não serviu para reduzir o risco, melhorar o pagamento ou proteger credores. O autor conclui que as políticas de governança corporativa apresentam uma funcionalidade maior nas empresas e contribuem para a mitigação dos problemas de agência quando comparadas à regulamentações impostas pelo Legislativo.

Murphy (2012b) resumizou o estado da arte acerca da remuneração executiva nos Estados Unidos e em multinacionais, com avaliação da evolução da temática no último século. O autor aponta para os achados mais recentes em que há um fortalecimento de contratos eficientes e em habilidades gerenciais e enfraquecimento no que tange às regras de divulgação, políticas tributárias, regras contábeis e legislação em geral. O autor critica a intervenção governamental e afirma que tem sido tanto uma resposta quanto um grande fator de tendência temporal na remuneração dos executivos no fim século passado. Murphy (2012b) ainda conclui que qualquer explicação para o pagamento que ignore os fatores políticos é criticamente incompleta.

Murphy (2013) investigou a limitação imposta pela União Europeia à remuneração variável executiva de bancos daquela região. O autor encontrou aumento no incentivo à tomada de decisão de risco, efeito inverso ao esperado pelos reguladores. Também encontrou um aumento significativo na remuneração fixa, redução de incentivos à criação de valor, redução de competitividade entre os bancos da Europa, fatos que culminaram na redução de investimentos nos bancos e consequente redução do acesso ao capital e aumento no custo dos empréstimos.

Conyon (2014) ainda apresenta em seu estudo a remuneração executiva e as práticas de governança corporativa em empresas norte-americanas. Encontrou correlação entre a remuneração média dos executivos e o desempenho das empresas e seu tamanho. Identificou nos contratos incentivos por desempenho, principalmente o pagamento por meio de ações. Os comitês de remuneração são independentes e apresentam pequena evidência em maximizar a remuneração executiva. Também evidenciou que as empresas que contratam consultorias são influenciadas pelo comitê e, não, pela própria diretoria.

2.5 Divulgação obrigatória: China e Brasil exploram a temática

Caracterizados por serem países de economia emergente e com a obrigatoriedade de divulgação da remuneração executiva, a partir dos anos 2010 as pesquisas sobre a temática ganham corpo na China e no Brasil.

Com a abertura do capital na China e divulgação das informações acerca da remuneração executiva, os estudos avançam para investigar o fenômeno no cenário chinês. A exemplo, Conyon e He (2012a) investigaram remuneração executiva e governança corporativa em companhias abertas chinesas. Os autores buscaram comparar o comportamento do mercado chinês frente ao mercado americano. Segundo os autores, os resultados foram consistentes com as prerrogativas tratadas na teoria da Agência, em que encontraram correlação positiva entre remuneração executiva e desempenho das companhias. Há uma remuneração maior com ações da própria companhia quando comparada com salário fixo. Observaram também que as empresas controladas pelo estado ou que apresentam estruturas concentradas de propriedade apresentam um pacote de remuneração e incentivos menor. Na linha da governança corporativa, os *boards* possuem papel importante. Alinhado a esses resultados, concluíram também que nas companhias em que há maior independência do executivo, a relação pagamento *vs performance* é mais significativa. Eles identificaram que nos Estados Unidos o pagamento a executivos é dezessete vezes maior que na China e concluíram que uma diferença significativa entre os dois cenários é o controle estatal sobre as companhias.

Conyon e He (2012b), também no ambiente chinês, investigaram a rotatividade de CEOs em relação ao desempenho das companhias, com vertentes voltadas ao mercado acionário e ao resultado contábil. O estudo alcançou cerca de 98% das companhias abertas da China no período de 1999 a 2006. A troca do time do alto escalão das companhias é negativamente correlacionado com o resultado contábil, enquanto que a *performance* de mercado não apresentou resultados consistentes. Segundo os autores, os números contábeis apresentam uma força maior quando comparados com as informações de mercado, no que tange às escolhas de troca do time de executivos. Outro achado no estudo é que as empresas controladas pelo Estado apreciam mais as informações contábeis às de mercado, fato este que pode ter contribuído para os achados.

Conyon e He (2012c) investigaram a relação entre remuneração executiva e *performance* das companhias chinesas e se as práticas de governança corporativa impactam na remuneração e incentivos pagos aos executivos. Os autores identificaram correlação positiva entre pagamento a executivos com desempenho econômico. Também encontraram correlação positiva entre as políticas de pagamentos e o desempenho e que os pagamentos em ações sofrem influência da estrutura de governança e de capital.

No ano seguinte, Conyon e He (2013) continuaram com a parceria e estudam a relação entre remuneração executiva e fraudes corporativas na China. Encontraram uma significativa correlação negativa entre remuneração e fraudes corporativas para a amostra estudada, que compreendeu o período de 2005 a 2010. Os achados corroboram a hipótese em que há penalização de CEOs no caso de identificação de fraudes, reduzindo seus vencimentos. Os autores identificaram que em empresas em que há indícios de fraudes, a remuneração é menor. Isto ocorre principalmente em empresas sem o controle do Estado e em companhias em expansão. Segundo os achados, os mecanismos de governança ali adotados contribuem para mitigar fraudes.

Também Cordeiro, He, Canyon e Shaw (2013a) investigaram o comportamento dos contratos de remuneração de executivos chineses entre os anos de 2000 e 2010. Os autores iniciaram os estudos assumindo premissas como a i) de que a *performance* seria fator determinante nos contratos de remuneração; ii) força gerencial e influência resultariam em uma separação entre pagamento e *performance*; e iii) haveria reconhecimento por uma *performance* positiva, mas de que não haveria penalização por uma gestão pouco eficiente. Encontraram resultados distintos entre a remuneração executiva e resultado contábil alcançado: quando há um resultado significativo, como por exemplo, acima do setor ou acima da concorrência, há um grande reconhecimento dos gestores e premiação. Quando ocorre o inverso, há penalização para os gestores, incorrendo em alguns casos no desligamento. Não encontraram relação entre este cenário e a estrutura de propriedade ou, até mesmo, com práticas internas de governança corporativa.

Os mesmos pesquisadores desenvolveram estudo no cenário chinês em que compararam o desempenho contábil *versus* o desempenho no mercado acionário como métricas para a remuneração de executivos entre os anos de 2001 e 2007. Os autores identificaram que o resultado contábil apresenta maior peso em relação ao desempenho de mercado como determinante dos contratos de remuneração executiva. Também encontraram indícios de que nas empresas controladas pelo Estado há maior confiança na informação contábil à oferecida pelo mercado. Por fim concluíram que, em empresas em que há melhor estrutura de governança, a informação de mercado apresenta-se como determinante para o desenho de contratos de remuneração executiva (Cordeiro, He, Canyon & Shaw, 2013b).

No cenário brasileiro, os estudos são retomados nos anos 2010, com divulgação da remuneração executiva obrigatória a partir de 2009. Destaque para Silva e Chien (2013), que analisaram se as empresas brasileiras que melhor remuneram seus executivos apresentam maior valor de mercado e melhor desempenho operacional; não encontraram relação significativa entre remuneração executiva, valor e desempenho da empresa. Eles utilizaram regressão linear múltipla estimada pelo Método dos Momentos Generalizados Sistêmicos para controlar a endogeneidade.

Beuren, Silva e Mazzioni (2014) analisaram se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados mostram que a remuneração dos executivos é negativa, significativamente correlacionada com o tamanho da empresa e, positivamente, com os indicadores de mercado. Contrariando as expectativas, os testes estatísticos aplicados não evidenciaram correlação entre a remuneração dos executivos e os indicadores de desempenho financeiro. Eles utilizaram estatística descritiva, teste de Normalidade, Correlação Canônica, teste Não Paramétrico de Mann-Whitney e correlação de Spearman e concluíram que há relação negativa entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos e que a remuneração dos executivos está associada apenas ao desempenho de mercado das empresas.

Beuren e Silva (2015) elaboraram estudo com o objetivo de verificar a evolução da evidenciação da remuneração variável de executivos nas demonstrações financeiras das maiores empresas de capital aberto no Brasil. Lançaram mão de um estudo descritivo com abordagem qualitativa e concluíram que, com a obrigatoriedade da publicação de remuneração imposta pela CVM, houve um incremento do *disclosure* destas informações a partir de 2009, data de início de vigência da norma.

Tinoco, Rossi e Portugal (2015) analisaram a composição da remuneração dos executivos das quatro companhias privadas e estatais do setor elétrico com maior Ativo total negociadas na BM&FBOVESPA, totalizando uma amostra de oito entidades. As diferenças encontradas estão em uma proporção maior de remuneração aos executivos por meio de remuneração fixa nas empresas de controle estatal, enquanto nas companhias de controle privado observa-se um maior equilíbrio. Além disso, as companhias de controle privado remuneram um valor maior do que as companhias de controle estatal. Apesar de na teoria os objetivos das empresas privadas e das empresas estatais serem diferentes, tais características não se manifestam de maneira relevante na composição das remunerações, sendo grande parte composta por remuneração fixa, benefícios e bônus (PLR) e apenas uma companhia privada, realizando remuneração por meio de ações.

Machado e Beuren (2015) verificaram como a política de remuneração de executivos, nas perspectivas de nível e estrutura, conforme a proposição de Murphy (1999), tem sido praticada por empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas no período de 2007 a 2010. A remuneração dos executivos estadunidenses é quase três vezes maior do que a dos executivos brasileiros e ingleses. Quanto à estrutura de remuneração, também não se constatou semelhanças; concluíram que a política de remuneração de executivos praticada nos três cenários não apresenta semelhanças nas perspectivas de nível e estrutura evidenciadas.

Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a existência de correlação entre as medidas de desempenho em empresas financeiras brasileiras de capital aberto e a remuneração dos seus executivos. As análises das diversas correlações canônicas apontaram resultados mistos, que não permitem uma indicação consistente sobre a existência de correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das empresas investigadas. Contudo, as amostras envolvendo empresas que utilizam a remuneração variável tendem a apresentar correlações positivamente significativas com as variáveis de desempenho utilizadas.

Kaveski, Vogt, Degenhart, Hein e Scarpin (2015) analisaram os fatores que determinam a remuneração baseada em ações dos diretores das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados apontaram que quanto maior for a eficiência da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos e maior for sua receita total, menor será a remuneração baseada em ações dos diretores. Já quanto maior for a valorização da empresa perante o mercado, maior será a remuneração baseada em ações dos diretores.

3. Metodologia

Entendemos que o estudo tem sua ontologia classificada sob a posição filosófica do realismo e posição epistemológica sob o objetivismo em um paradigma funcionalista; tem caráter descritivo e é do tipo bibliométrico.

A pesquisa foi elaborada com buscas de palavras-chave, por meio da ferramenta *EndNote™* e o *Scientific Periodicals Electronic Library (SPELL)*, mantido no Brasil pela Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Anpad), sendo: i) *Executive Compensation*; ii) *CEO Compensation*; iii) *Company performance* combinada com a palavra *compensation* e os termos correspondentes em português na base brasileira.

Em um segundo momento, foram explorados os perfis dos pesquisadores junto ao *website researchgate.net*. Os artigos foram obtidos por meio das bibliotecas oferecidas pela Universidade de São Paulo, *Scopus* e *Web of Science*. Buscamos artigos de todos os tempos e consideramos como marco inicial a pesquisa de Jensen e Murphy (1990) até 2016. A data de corte foi 31 de agosto de 2016.

Com os artigos em mãos procedemos com a leitura dos resumos e elegemos os artigos que abordavam a temática. Esta revisão nos serviu de base para a composição do referencial acima. Também compusemos a lista de referencial teórico e submetemos à análise estatística descritiva com o *software* livre *BibExcel*. Os dados foram obtidos a partir do acesso a cada um dos artigos e, simultaneamente, organizados em um instrumento no formato de tabela, com os seguintes campos: autores de 1 a 5, título, meio de publicação e ano.

4. Resultados

Identificamos 154 artigos a partir das palavras-chave selecionadas e, após a leitura do resumo, foram excluídos 21 trabalhos, o que compôs uma amostra de 133 artigos para análise. Encontramos 10 trabalhos que precederam a pesquisa de Jensen e Murphy (1990). Durante os anos 1990, foram publicadas 25 pesquisas, 39 durante os anos 2000 e aumento expressivo nesta última década iniciada em 2010 com 59 publicações, conforme descrevemos no Gráfico 1:

Gráfico 1. Publicações anuais

Fonte: os autores.

Os meios de divulgação das pesquisas foram classificados entre congresso, livro, periódico ou tese. Foram encontrados em congressos 13 trabalhos, 55 livros dos quais 6 publicados antes da pesquisa de Jensen e Murphy (1990) e 53 artigos publicados em periódicos e 12 teses, como demonstrado no Gráfico 2 abaixo:

Gráfico 2. Divulgação

Fonte: os autores.

As pesquisas, em sua maioria, foram feitas em duplas (55) ou individualmente (51), com trabalhos escritos em trio apresentando frequência de 23. Encontramos 163 autores diferentes dentre os quais destacamos o professor Kevin Murphy, com 23 publicações, e o professor Martin Conyon, com 22 trabalhos. Seus principais parceiros são os professores Michael Jensen (7) e He (8), respectivamente. He destaca-se pelas pesquisas no cenário chinês e no Brasil – destaque para a prof.^a Beuren, que participou como coautora de 4 trabalhos:

Gráfico 3. Autores

Fonte: os autores.

Também encontramos o maior número de trabalhos que investigaram o cenário norte-americano (27), seguido pelo Reino Unido (25), Brasil (11) e China (10). Destaque para as publicações a partir dos anos 2000, com franco crescimento para as investigações na China e Brasil. Nesta classificação, excluímos os livros, pois têm características teóricas e pouco empírico.

Gráfico 4. Cenários

Fonte: os autores.

Quando alinhamos os principais autores e cenários, notamos a concentração dos estudos de Murphy em empresas norte-americanas, enquanto Conyon permeia os cenários britânico, norte-americano e encaminha-se para o chinês, principalmente em parceria com He:

Gráfico 5. Autores e cenários

Fonte: os autores.

Conyon demonstra maior abertura para a investigação da temática em cenários diversos: iniciou seus estudos no Reino Unido, caminhou para um comparativo entre os cenários norte-americano e britânico, em parceria com o próprio Murphy, investiga também em outros países da comunidade europeia e, na última década, expande seus estudos para o cenário chinês. Enquanto Murphy concentra seus esforços no cenário americano, criticando fortemente a remuneração, os modelos impostos pelo governo por meio de regulações, questiona a prática: demonstra ser ícone sobre a temática. Trava algumas pesquisas comparando o cenário norte-americano com o canadense.

Dentro da temática “remuneração executiva”, identificamos áreas de concentração dos estudos, dentre as quais destacamos: i) remuneração executiva vs retorno; ii) remuneração, governança corporativa e ambientes regulatórios; iii) revisões de literatura; iv) remuneração vs consultorias; v) críticas às metodologias empregadas; vi) comparativos e ; vii) determinantes de remuneração. Ao empregarmos esta classificação, encontramos a distribuição a seguir:

Gráfico 6. Temáticas

Fonte: os autores.

5. Conclusões

Neste artigo cumprimos com o objetivo de sumarizar o estado da arte da temática Remuneração Executiva e *Performance* Empresarial e assim prover o contexto da pesquisa nesta área. Remuneração Executiva está envolvida em questões cotidianas e sempre é questionada quando de eventos econômicos ou mesmo no ambiente político e legislativo. As discussões em volta desta temática sempre questionam os contratos eficientes e os coeficientes de remuneração e influência do *board* de executivos. Em alguns momentos, são deixados de lado questões, como nível de *disclosure*, políticas tributárias e regras contábeis, legislação em geral e, até mesmo, o clima político.

Constatamos que com o franco crescimento dos pagamentos por *stock options*, com início nos anos 1990, muitos estudos focaram seus esforços na criação de modelos com metodologias de *cross-sections* e séries temporais visando encontrar uma relação entre remuneração e retorno, principalmente nos cenários norte-americano e britânico. No entanto, grande parte destes estudos não levaram em consideração fatores relevantes como questões políticas e regulatórias.

Nossos achados contribuem para traçarmos uma linha do tempo desta temática em que pudemos observar que, na década de 1990, houve o surgimento e desenvolvimento das pesquisas com forte método quantitativo em que os pesquisadores buscavam encontrar esta relação entre remuneração e retorno. Nos anos 2000, surgem trabalhos que questionam as formas de remuneração e inserem nos modelos, variáveis antes não observadas, como aspectos de governança corporativa, políticas locais, regulação e normas contábeis. Estes achados encontram-se alinhados com os resultados da pesquisa de Murphy (2013). Na última década, notamos que os estudos deixam de ser concentrados nos cenários norte-americano e britânico e começam a se desenvolver na China e em economias emergentes, como o Brasil.

Identificamos dois grandes autores, Kevin M. Murphy (*University of Southern California*) e Martin J. Conyon (*University of Pennsylvania*). Não podemos deixar de mencionar o prof. Michael C. Jensen (*Harvard University*), que participou do estudo que marcou a discussão do problema de agência (Jensen & Meckling, 1976). Murphy desenvolve pesquisas sobre a temática a partir dos anos 1980, no cenário norte-americano, período que também marca o início dos estudos do prof. Conyon, porém, no cenário britânico. Também destacamos o crescimento das pesquisas na China em parcerias entre os professores Conyon e He.

Por fim, entendemos que as pesquisas sobre remuneração executiva se tornam ao mesmo tempo controversas e interessantes pelo fato de existirem variáveis que impactam diretamente os resultados empíricos, tais como contratos eficientes, capacidades gerenciais e questões políticas e de regulação, as quais interagem entre si. Desse modo, acreditamos que os achados aqui trazidos contribuirão para o desenvolvimento de novas pesquisas, de caráter empírico, principalmente em países em que a temática está em franco desenvolvimento ou ainda em regiões em que surge o interesse sobre o assunto, com o incremento destas variáveis para contribuir com o entendimento do problema de agência.

Referências

- Abowd, J. M.; Kaplan, D. S. (1999). Executive compensation: six questions that need. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w7124>
- Alcouffe, A.; Alcouffe, C. (2000). Executive compensation: setting practices in France. *Long Range Planning* 33, pp. 527-543. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301\(00\)00053-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301(00)00053-4)
- Araújo, C. A. (2006). Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. *Em Questão* 12(1); pp. 11-32.
- Araujo, J. A. O.; Parisi, C.; Silva, A. F.; Nakamura, W. T. (2014). Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da Instrução Normativa CVM 480. *Revista Brasileira de Contabilidade* 209; pp. 69-83.
- Baker, G. P.; Jensen, M. C.; Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: practice vs theory. *The Journal of Finance* 42(3); pp. 88-102. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- Barkema, H. G.; Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal, Briarcliff Manor*, 41(2), pp. 135-146. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/257098>
- Beuren, I. M.; Silva, J. O. (2015). Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa. *Enfoque Reflexão Contábil* 34(3), pp. 95-124. DOI: <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v34i3.26154>
- Beuren, I. M.; Silva, M. Z.; Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal* 13(2), pp. 8-25. DOI: <http://sci-hub.cc/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Brunello, G.; Graziami, C.; Parigi, B.M. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization* 1(1), pp. 133-161. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187\(99\)00026-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187(99)00026-0)
- Camargos, M. A.; Helal, D. H.; Boas, A. P. (2007). *Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras*. Encontro Nacional De Engenharia De Produção, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 28.
- Clarke, R. N.; Conyon, M. J.; Peck, S. I. (1998). Corporate governance and directors' remuneration: views from the top. *Business Strategy Review* 9(4), pp. 21-30. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8616.00079>

- Canyon, M. J. (1994). Corporate governance changes in UK companies between 1988 and 1993. *Corporate Governance: An International Review* 2(2), pp. 87-99. DOI: 10.1111/j.1467-8683.1994.tb00060.x
- Canyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15(4), pp. 493-509. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(96\)01032-6](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(96)01032-6)
- Canyon, M. J. (2011). Executive compensation consultants and CEO pay. *Vanderbit Law Review*, 64(2), pp. 399-428.
- Canyon, M. J.; Core, J. E.; Guay, W. R. (2009). Are U.S. CEOs paid more than U.K. CEOs? Inferences from risk-adjusted pay. *Review of Financial Studies* 24, pp. 402-438. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhq112>
- Canyon, M. J.; Gregg, P. (1994). Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks. *National Institute Economic Review* 149, pp. 83-92. DOI: <https://doi.org/10.1177/002795019414900107>
- Canyon, M. J.; Gregg, P.; Machin, S. (1995). Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. *The Economic Journal* 105(430), pp. 704-714. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/13619469708581456>
- Canyon, M. J.; He, L. (2004). Compensation committees and CEO compensation incentives in US entrepreneurial firms. *Journal of Management Accounting Research* 16(1), pp. 35-56. DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/jmar.2004.16.1.35>
- Canyon, M. J.; He, L. (2012a). Executive compensation and corporate finance in China. *Journal of Corporate Finance* 18 (2), pp. 1-51. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Canyon, M. J.; He, L. (2012b). CEO turnover in China: The role of market-based and accounting performance measures. *European Journal of Finance* 18(7), pp. 657-680. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2012.676559>
- Canyon, M. J.; He, L. (2012c). CEO compensation and corporate governance in China. *Corporate Governance an International Review* 20(6), pp. 575-592. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Canyon, M. J.; He, L. (2013). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics* 112(2), pp. 187-201. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>
- Canyon, M. J.; (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal* 124(574), pp. 60-89. doi: 10.1111/econj.12120
- Canyon, M. J.; Leech, D. (1994). Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56(3), pp. 229-247. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0084.1994.mp56003001.x>
- Canyon, M. J.; Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal* 110(467), pp. 640-671. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1468-0297.00577>
- Canyon, M. J.; Peck, S. I. (1998). Board control, remuneration committees and top management compensation. *The Academy of Management Journal* 41(2), pp. 146-157. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/257099>
- Canyon, M. J.; Peck, S. I.; Sadler, G. V. (2009). Compensation consultants and executive pay: Evidence from the United States and the United Kingdom. *Academy Management Perspectives* 23(1), pp 43-55. DOI: <http://dx.doi.org/10.5465/AMP.2009.37008002>
- Canyon, M. J.; Sadler, G. (2001). Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms. *International Journal of Management Reviews* 3(2); pp. 141-168. doi: 10.1111/1468-2370.00060

- Canyon, M. J.; Sadler, G. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the UK. *Corporate Governance an Internacional Review* 18(4), pp. 296-312. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x>
- Canyon, M. J.; Schwalbach, J. (2000). European differences in executive pay and corporate governance. In Gabler Verlag, Wiesbaden. Horst Albach (Ed.). *Corporate Governance: ZfB-Ergänzungshefte* (Vol. 1, pp. 97-114). Wiesbaden: *ZfB-Ergänzungshefte*
- Copeland, T. E.; Weston, J.F.; Shastri, K. (2007). *Financial theory and corporate policy*. 4th ed. London: Pearson.
- Cordeiro, J.; He, L.; Canyon, M. J.; Shaw, T. (2013a). Chinese executive compensation: the role of asymmetric performance benchmarks. *The European Journal of Finance* 19(6); pp. 484-505. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2013.769892>
- Cordeiro, J.; He, L.; Canyon, M. J.; Shaw, T. (2013b). Informativeness of performance measures and Chinese executive compensation. *Asia Pacific Journal of Management* 30 (4), pp. 1031-1058. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10490-013-9353-9>
- Dial, J.; Murphy, K. J. (1995). Incentives, downsizing and value creation at general dynamics. *Journal of Financial Economics* 37(3), pp. 261-314. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00803-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(94)00803-9)
- El Akremi, A.; Roussel, P.; Trepo, G. (2001). CEO compensation strategies: consequences on the structure and management of executive pay. *Working paper, HEC Paris*, n°. 741.
- Elston, J. A.; Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency cost in Germany. *Journal of Banking & Finance* 27, pp. 1391-1410. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00274-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00274-1)
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88(2), pp. 288-307. DOI: <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fernandes, F. C.; Mazzioni, S. (2015). A Correlação entre a Remuneração dos Executivos e o Desempenho de Empresas Brasileiras do Setor Financeiro. *Contabilidade Vista & Revista* 26(2), pp. 41-64.
- Firth M., Tam M., Tang, M. (1999). The determinants of top management pay. *The International Journal of Management Science* 3(2), pp. 617-635. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483\(99\)00021-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483(99)00021-3)
- Funchal, J. A.; Terra, P. R. S. (2006). *Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas*. Encontro Nacional de Pesquisas em Administração. Salvador, BA, Brasil, 30.
- Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economy* 10 (6), pp. 522-541. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261967>
- Gibbons, R.; Murphy, K. J. (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *Journal of Political Economy* 100(3); pp. 468-505. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w3792>
- Gregg, P.; Machin, S.; Szymanski, S. (1993). The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance. *British Journal of Industrial Relation* 31(1). Pp. 1-9. DOI: [10.1111/j.1467-8543.1993.tb00377.x](http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8543.1993.tb00377.x)
- Hall, B. J.; Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), pp. 49-70. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w9784>
- Holmström, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics* 13(2), pp. 324-340. DOI: [10.2307/3003457](http://dx.doi.org/10.2307/3003457)
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York 3(4), pp. 305-360. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jensen, M.; Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Chicago 98(2), pp. 225-264. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M.; Murphy, K. J. (2010). CEO incentives: it's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance* 22(1), pp. 64-76. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00262.x>
- Jensen, M.; Murphy, K. J. (2012). The earnings management game: it's time to stop it [Working Paper n. 12-004]. *Harvard Business School NOM Unit, Boston, United States of America*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1894304>
- Jensen, M.; Murphy, K. J.; Wruck, E. G. (2004). Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them [Working Paper n. 44 / WEP. 2-117]. *European Corporate Governance Institute*, Bruxelas, Belgium.
- Kato, T.; Kim, W.; Lee, J. H. (2005). Executive compensation, firm performance, and chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Discussion Paper Series*. Bonn, IZA DP, n. 1783. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.03.004>
- Kaveski, I. D. S. S.; Vogt, M.; Degenhart, L.; Hein, N.; Scarpin, J. E. (2015). Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. *Revista de Administração da Unimep* 13(2), pp. 100-116. DOI: <http://dx.doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v13n2p100-116>
- Krauter, E.; Sousa, A. F. (2013). A Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro das Empresas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade* 7(3), pp. 259-273. DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *Industrial & Labor Relations Review*, Cornell, 43 (3), pp. 13-S-29-S. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2523569>
- Machado, D. G.; Beuren, I. M. (2015). Política de Remuneração de Executivos: um Estudo em Empresas Industriais Brasileiras, Estadunidenses e Inglesas. *Gestão & Regionalidade* 31(92), pp. 4-24. DOI: <http://dx.doi.org/10.13037/gr.vol31n92.2088>
- Main, B. (1992). *Top executive pay and company performance*. Edinburgh, University of Edinburgh.
- Main, B.; Johnston, J. (1993). Remuneration committees and corporate governance. *Accounting and Business Research* 23(1), pp. 35-62. DOI: <http://sci-hub.cc/10.1080/00014788.1993.9729903>
- McKnight, P. (1996). An explanation of top executive pay: a UK study. *British Journal of Industrial Relations* 3(1), pp. 557-566. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8543.1996.tb00490.x>
- Miller, D. J. (1995). CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay. *Academy of Management Journal* 38(5), pp. 1361-1385. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/256861>
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7(1), pp. 11-42. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. *SSRN Electronic Journal*, v. 3b.
- Murphy, K. J. (2011). The politics of pay: a legislative history of executive compensation [Working Paper n. FBE 01.11]. *SSRN Electronic Journal*, South Los Angeles, United States of America. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn>
- Murphy, K. J. (2012a). Pay, politics and the financial crisis. In: Blinder, A.; Lo, A.; Solow, R. *Rethinking the Financial Crisis*, New York: Russell Sage Foundation.
- Murphy, K. J. (2012b). Executive compensation: where we are, and how we got there. In: Constantinides, G.; Harris, M.; Stulz, R. *Handbook of the Economics of Finance*, North Holland: Elsevier Science. doi: 10.2139/ssrn.2041679

- Murphy, K. J. (2013). Regulating banking bonuses in the European Union: a case study in unintended consequences. *European Financial Management* 19(4), pp. 631-657. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-036X.2013.12024.x>
- Murphy, K. J.; Jensen, M. C. (2011). CEO bonus plan: and how to fix them [Working Paper n. 12-022 / FBE 02-11]. *SSRN Electronic Journal*, South Los Angeles, United States of America. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn>
- Murphy, K. J.; Sandino, T. (2009). Executive pay and “independent” compensation consultants. *Journal of Accounting and Economics* 49(3), pp. 247-262. DOI: <http://dx.doi.org/10.1.1.318.1670>
- Murphy, K. J.; Sandino, T. (2012). Are consultants to blame for high executive pay? *SSRN Electronic Journal*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2133059>
- Pukthuanthong, K.; Talmor, E.; Wallace, J. S. (2004). Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership & Control* 1(2), pp. 41-62. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-015-2962-0>
- Quevedo-Silva, F.; Santos, E. B. A.; Brandão, M. M.; Vils, L. (2016). Estudo bibliométrico: orientações sobre sua aplicação. *Revista Brasileira de Marketing* 15(2), pp. 246-262. DOI: <http://dx.doi.org/10.5585/remark.v15i2.3274>
- Rosen, S. Contract and the Market for executives. (1990). *Nobel Symposium* (3542): 1-54. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w3542>
- Silva, A. L. C.; Chien, A. C. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças* 11(4), pp. 481-502.
- Tinoco, P. P.; Rossi, G. A. S.; Portugal, G. T. (2015). Remuneração dos Executivos das Companhias Estatais e Privadas de Energia Elétrica com Maiores Ativos Listadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade, Gestão e Governança* 18(3), pp. 142-161.

3. Informação Contábil e Remuneração Executiva: Uma Visão a Partir da Qualidade do Lucro.

Resumo

A Teoria da Agência prediz que a remuneração é uma maneira do principal controlar as ações do agente. Verificou-se a relação entre a remuneração executiva e a qualidade do lucro como forma de mitigação do problema de gerenciamento de resultado para obtenção de maiores remunerações, por parte dos executivos. Analisamos 288 empresas que divulgaram as informações sobre remuneração executiva no período de 2008 a 2017, de países que compõem a União Europeia. Foi aplicado dados em painel e, após os testes de validação do modelo optou-se por efeitos fixos. Os resultados permitem afirmar que os pacotes de remuneração executiva são influenciados pela magnitude de *accruals* e suavização de resultados. Executivos que lançam mão de *accruals* e de práticas de suavização de resultados observam maiores remunerações. Por outro lado, não foi possível identificar relação entre persistência de lucros, tempestividade no reconhecimento de perdas e a remuneração executiva, fato que não permite afirmar que estas duas *proxies* apresentam influência sobre os pacotes de remuneração. As variáveis de controle de tamanho, endividamento de curto prazo, retorno contábil, retorno de mercado e governança corporativa apresentaram significância estatística. A principal contribuição do estudo é a evidenciação de que, para este período e amostra, os pacotes de remuneração não sofreram influência das métricas de qualidade do lucro, mas sim, pelo retorno das ações no mercado acionário e pelo uso de *accruals* combinado com a suavização do resultado.

Palavras chave: Remuneração executiva; Qualidade do lucro; Gerenciamento de resultados.

1. Introdução

O conflito de interesses existente entre acionistas e executivos é clássico e tratado pela Teoria da Agência. Em suma, há assimetria de informação no que tange às atividades da companhia, perspectivas de investimentos e ações de executivos. Se não existisse essa distinção, acionistas conseguiriam estabelecer um contrato em que poderiam maximizar o retorno para si mesmos, bem como, os agentes poderiam ter segurança em relação ao valor de suas remunerações. No entanto, tais informações não são plenamente compartilhadas e o problema se agrava quando da diferença existente entre os interesses dos executivos (agentes) e os seus próprios (acionista, o principal).

Logo, acionistas procuram estabelecer maneiras de alinhar seus interesses aos dos executivos através de contratos em que haja a maximização da função utilidade para ambos os lados. Nestas situações, a Teoria da Agência prediz que as políticas de remuneração são estabelecidas para fornecer incentivos aos executivos de modo que estes elejam e tomem as decisões que maximizam a riqueza para o acionista.

As pesquisas sobre remuneração de executivos, de um modo geral, têm se voltado para questões sobre governança corporativa, monitoramento e custo de agência. No entanto, pouco se tem relacionado com a qualidade do lucro. A diferença entre os salários de CEOs e demais colaboradores das companhias (Jensen & Murphy, 1990; Conyon & Leech, 1994; Conyon & Gregg, 1994; Conyon, 1997) pode variar, em alguns casos, entre 8 e 118 vezes (Greckhamer, 2016), o que leva a uma maior necessidade de *disclosure*. A alta remuneração variável é tentadora e pode levar o executivo a escolhas contábeis no intuito de maximizar seus próprios vencimentos. CEOs que percebem alta remuneração podem promover gerenciamento de resultados na esperança de aumentar sua própria riqueza (Cheng & Farber, 2008). Neste sentido, evidências empíricas apontam para cerca de 470 milhões de dólares americanos em *accruals*, principalmente, na conta de receitas, em 170 empresas norte americanas no período entre 1980 e 2004 (Elayan, Jingyu & Meyer, 2008).

Este fenômeno é causado, principalmente, quando há predominância de políticas de remuneração baseadas em desempenho. Em alguns casos, a informação contábil perde qualidade o que leva à reapresentação das demonstrações contábeis (Burns & Kedia, 2006), e, repetidas reapresentações, coloca em xeque a qualidade da informação contábil (Bergstresser & Philippon, 2006).

Dechow, Ge e Schrand (2010) afirmam que a maior qualidade do lucro provê mais informações sobre características do desempenho financeiro da empresa e que é relevante à tomada de decisão de usuários específicos e apresentam quatro métricas de qualidade: persistência dos lucros, magnitude de *accruals*, suavização dos resultados e tempestividade no reconhecimento de perdas.

Deste modo, o objetivo do estudo é de investigar se a qualidade do lucro influencia o pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias.

Implicações institucionais e de governança corporativa na remuneração executiva, sugerem que as pesquisas devem buscar identificar *proxies* de qualidade do lucro como influentes na remuneração executiva (Almadi & Lazic, 2016). Quando há influência dos CEOs sobre os CFOs, responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis, há tendência de produzir relatórios com baixa qualidade, mesmo quando submetida às regulações como a SOX (Friedman, 2014; Hopkins, Maydew & Venkatachalam, 2015). Neste sentido, os autores

sugerem estudos que verifiquem se proxies de qualidade da informação contábil exercem influência sobre a remuneração executiva.

Os achados desta pesquisa, respeitados o período e amostra, não apontaram para relação positiva entre qualidade do lucro e remuneração executiva. Contrariamente, os resultados indicam fortes ações de executivos no uso de *accruals* e suavização do resultado. Os resultados do estudo sugerem a necessidade de adequação dos controles das ações dos agentes por parte do principal dado que os atuais mecanismos de controle não se mostram efetivos para o aumento da riqueza do acionista no longo prazo.

2. Referencial Teórico

A demanda por informações acerca da remuneração executiva não é recente. Em 1932 a *Interstate Commerce Commission* requereu que as companhias férreas divulgassem a remuneração de executivos. Na mesma década, o *Federal Reserve* iniciou investigações no setor bancário acerca da remuneração executiva, seguido também pela *Power Commission* que requereu tais informações das fornecedoras de serviços de utilidade pública e em 1934 a então recém-criada *Securities and Exchange Commission* também forçou as companhias de capital aberto a divulgarem tais informações. Na Europa a exigência é mais recente, datando de 1995 no Reino Unido, Irlanda em 2000 e apenas em 2003 a União Europeia recomendou aos países membros a divulgação das informações (Boeri, Lucifora & Murphy, 2013).

Em 1976, Jensen e Meckling, provocados por diversas questões envolvendo a gestão, os acionistas, o mercado, os números contábeis, auditoria e afins, desenvolveram o trabalho que é amplamente reconhecida como Teoria da Agência.

2.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência foi amplamente divulgada a partir da pesquisa de Jensen e Meckling (1976), sob o título “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*” através do n. 3 do *Journal of Financial Economics*.

Os autores questionam a existência da Teoria da Firma, dado que ela é impulsionada pelo mercado, que por sua vez é repleto de firmas que, segundo os autores, são verdadeiras caixas pretas no que tange à divulgação de informações relevantes ao mercado no qual estão inseridas. Para eles, o problema se estende desde os estudos de Adam Smith e Alfred Marshall e não se encontrou o equilíbrio entre os interesses dos participantes do mercado. Acreditam que maximizar a função utilidade para todas as partes é o caminho a ser seguido. O estudo permeia a discussão acerca do direito de propriedade, os custos de agência e discussões gerais sobre a definição de firma.

A relação de agência pode ser entendida como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas, denominadas de *principal*, engajam ou delegam a uma terceira pessoa, definida como agente, que por sua vez, se torna responsável por tomada de decisões que impactam na propriedade do principal. Se neste contrato, a função utilidade for maximizada para ambas as partes, há razões suficientes para crer que o agente nem sempre tomará as melhores decisões a favor do principal. E ainda, o principal empenhará recursos para garantir que o agente não tomará certas decisões contrárias aos seus interesses. No entanto, é impossível para o principal garantir que se cercou de todas as medidas e cuidados que garantirão a melhor ação do agente a seu favor. Assim, nas relações de agência, agente e principal incorrerão em gastos de monitoramento, que podem ou não ser pecuniários e ainda assim podem existir conflitos em função da decisão tomada pelo agente. Nesse sentido, surgem os custos de monitoramento ou custos de agência. A teoria sugere que uma maneira de alinhar os interesses de agente e principal é a remuneração executiva (Jensen & Meckling, 1976).

2.2 Remuneração executiva

As políticas de remuneração são estabelecidas para fornecer incentivos aos executivos para que estes elejam e tomem as decisões que maximizam a riqueza para o acionista (Jensen & Meckling, 1976). Os contratos devem ser estabelecidos de modo a incentivar executivos a alcançar os interesses de acionistas (Rosen, 1990).

No entanto, nem sempre é o que ocorre: a teoria e a prática acerca dos contratos de remuneração caminham distantes e não há o uso do que prevê a teoria quando do desenho destes contratos (Baker, Jensen & Murphy, 1988; Almadi & Lazic, 2016). Os estudos seminais apontaram para a existência de relação entre remuneração e aumento de vendas, mas não necessariamente para melhora de performance (Murphy, 1985; Jensen & Murphy, 1990; Conyon & Gregg, 1994; Conyon & Leech, 1994).

Executivos que percebem altas remunerações podem, eventualmente, promover gerenciamento de resultados com o objetivo de aumentar sua própria riqueza (Cheng & Farber, 2008). Há evidências da relação entre escolhas contábeis e remuneração executiva, tal que as escolhas ocorrem principalmente em contas de receitas (Elayan, Jingyu & Meyer, 2008). Empresas que apresentam pacotes de remuneração baseada em desempenho têm maior risco de o executivo ser seduzido e promover algum tipo de escolha contábil em seu benefício próprio (Elayan, Jingyu & Meyer, 2008), isto pois, o agente tem a natureza humana de agir “egoisticamente” e assim o faz com maestria (Peterson, 1993).

Burns e Kedia (2006) evidenciaram a relação significativa e positiva entre remuneração executiva e reapresentação de demonstrações contábeis por escolhas contábeis, em uma amostra de 215 empresas, entre 1995 e 2002. Segundo os pesquisadores, a reapresentação de demonstrações contábeis reflete numa maior volatilidade do preço das ações frente ao mercado e consequente minimização da riqueza do acionista (Burns & Kedia, 2006; Elayan, Jingyu & Meyer, 2008).

Neste sentido, a qualidade das informações contábeis, em especial a qualidade do lucro se apresenta como uma métrica relevante na avaliação da companhia. Contudo, trata-se de uma linha de pesquisa ainda pouco explorada de forma integrada e que se deve investigar com maior profundidade: a relação entre remuneração executiva e qualidade do lucro.

2.3 Qualidade do lucro

Embora haja uma tendência natural para se traduzir a expressão *earnings quality* como qualidade do lucro, a correta interpretação se dá na qualidade do resultado, dado que o mesmo, se for negativo, leva a denominação de prejuízo e, em ambos os casos, a qualidade deve se aplicar. Neste trabalho, convencionamos o uso da expressão qualidade do lucro para denominar qualidade do resultado.

As demonstrações contábeis devem fornecer informações sobre o desempenho econômico-financeiro e a situação patrimonial de determinada entidade que sejam relevantes para a tomada de decisões. Assim, Dechow, Ge e Schrand (2010) definem que qualidade do lucro é a capacidade deste de subsidiar, de forma relevante, processos decisórios específicos quanto às características do desempenho financeiro de uma entidade.

A discricionariedade no uso de *accruals* contábeis é inerente ao processo contábil e a adoção de uma alternativa dentre outras disponíveis, permeiam as relações empresariais. As

escolhas de mensuração e evidenciação devem ser as mais adequadas para refletir a realidade da entidade objeto de informação.

Assim, a qualidade do resultado é um conjunto de métricas construídas a partir de informações contábeis, que tem a finalidade de garantir maior segurança ao usuário da contabilidade, principalmente no que tange à continuidade e/ou perpetuidade do negócio. São medidas baseadas em dados passados, com a capacidade de prever o desempenho futuro da companhia.

No entanto, como a teoria prediz a existência de interesses conflitantes entre agente e principal, a discricionariedade incentiva o uso da liberdade de julgamento intrínseco às normas contábeis para finalidades que não sejam as de prover a visão fidedigna, o que leva ao gerenciamento de resultados (Sprenger, Kronbauer & Costa, 2017). Neste sentido, Dechow, Ge e Schrand (2010) apresentam quatro métricas de qualidade a seguir.

2.3.1 Persistência de lucros

Os resultados são compostos basicamente por fluxos de caixa e *accruals*. Os fluxos de caixa são representados pela diferença entre receitas e despesas que movimentaram recursos financeiros e os *accruals* são provenientes dos ajustes temporários aos fluxos de caixa (Dechow & Dichev, 2002).

A persistência de lucros é a não aleatoriedade no comportamento dos lucros (Lev, 1983), e pode decorrer de atividades operacionais e de investimentos que criam condições de sustentação de lucros correntes e seus aumentos (Baginski, Lorek, Willinger & Branson, 1999). Para os autores, a persistência captura o impacto corrente que afetará todo o fluxo de caixa da série de lucros. É calculada através da autocorrelação de primeira ordem da variável entre anos consecutivos e consiste em um importante indicador de qualidade do sistema de informações contábeis adotado pela entidade, pois tal característica, segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), permite uma maior previsibilidade de fluxos de caixa futuro por parte dos usuários das demonstrações. Lucros contábeis mais persistentes rendem melhores resultados ao modelo de avaliação patrimonial e, conseqüentemente, maior qualidade da informação contábil.

O lucro contábil apresenta-se como um importante indicador de desempenho de companhias e por consequência, é utilizado como base para determinar os pacotes de remuneração executiva (Ashley & Yang, 2004). No entanto, o uso exclusivo do lucro para a política de remuneração pode ser problemático em função deste carregar *accruals* que podem tanto aumentar como diminuir o resultado, levando a companhia a apresentar resultados frutos de gerenciamentos. Logo, o uso da persistência de lucros para mensuração de desempenho de executivos apresenta-se também como uma medida que diminua a distância entre os interesses de agente e principal (Ashley & Yang, 2004; Jensen & Murphy, 1990; Sloan, 1993).

Empresas que apresentam maior persistência nos ganhos tendem a ter ganhos e fluxos de caixa mais sustentáveis o que, segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), contribui para a valorização dos títulos frente ao mercado. Não obstante, Baber, Kang e Kumar (1999) também afirmam que a persistência de ganhos deve ser considerada ao investigar-se a relação entre ganhos contábeis e remuneração executiva. Dada a característica preditiva da persistência dos lucros, espera-se que: **H1 – Persistência do lucro afete positivamente a Remuneração Executiva.** A persistência do lucro, contudo, reage contrariamente à prática de discricionariedade através dos *accruals*.

2.3.2 Magnitude de *accruals*

Magnitude de *accruals* é definida como o uso extremo de *accruals* que refletem em baixa qualidade informacional do lucro dado que compromete a persistência de ganhos (Dechow, Ge & Schrand, 2010). O uso de *accruals* consiste em escolhas contábeis legalmente permitidas e aceitas que, em suma, visam adequar o resultado de um período às necessidades da companhia ou de seu corpo diretivo.

Xuefeng Jiang, Petroni e Wang (2008) encontraram maior influência de *accruals* na remuneração de CFOs à dos CEOs. Este achado corrobora em partes Friedman (2014) que verificou a influência dos CEOs sobre os CFOs, responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis. Segundo o autor, em companhias em que há uma maior pressão do CEO sobre o CFO, há a publicação de relatórios contábeis com baixa qualidade, ainda que submetida à regulações como a SOX. Também notaram que o efeito SOX reduziu as práticas de gerenciamento de resultado lançando mão de *accruals* discionários. Não é possível afirmar que os executivos financeiros são os responsáveis pelo uso de *accruals*, dado que são subordinados aos CEOs.

O uso de *accruals* é um dos principais mecanismos utilizados por executivos para “adequar” o resultado do período ao pacote de remuneração a que foram submetidos. Em função do plano de remuneração, o executivo pode antecipar o reconhecimento de receitas, retardar o reconhecimento de perdas e assim ajustar o resultado tal que lhe favoreça (Balsam, 1998; Bergstresser & Philippon, 2006). Também ocorre o uso extremo de *accruals* nos casos em que o executivo sabe que será desligado da companhia, seja por aposentadoria ou término de contrato (Ali & Zhang, 2015; Chen, Hope, Li & Wang, 2018)

Ainda que Dechow, Ge & Schrand (2010) afirmaram que o uso “exagerado” de *accruals* prejudica a perpetuidade da empresa, em face do identificado nos estudos anteriores, espera-se encontrar: **H2 - Magnitude de *accruals* com efeito positivo sobre a Remuneração Executiva.** Uma das razões que se leva à prática de *accruals*, segundo Sprenger, Kronbauer e Costa (2017), é a busca da suavização dos resultados.

2.3.3 Suavização de resultados

A suavização de resultados é uma das maneiras de gerenciamento de resultados que pode levar à redução da variabilidade do lucro (Martinez, 2001). É uma prática de gestores que estão interessados em lucros “criativos”, fato que leva ao gerenciamento de resultados para mitigar esse efeito, tornando oneroso sua eliminação por completo (Ewert & Wagenhofer, 2015).

A suavização pode ocorrer naturalmente pelo próprio processo contábil ou ainda de forma intencional (Kirschenheiter & Melumad, 2002; Martinez, 2001; Almeida, Sarlo Neto, Bastianello & Moneque, 2012). A suavização artificial implica na utilização dos *accruals*, que não têm capacidade de afetar o fluxo de caixa e não se baseiam em eventos econômicos. Trata-se de uma procrastinação ou antecipação de receitas e despesas. A suavização real envolve eventos econômicos que afetam o fluxo de caixa do período. No entanto, em ambas as situações, existe a intenção dos executivos em suavizar os resultados.

Deste modo, quanto maior a suavização de resultados, utilizando os *accruals* para reduzir a variabilidade dos lucros, menor será a capacidade do retorno das ações de prever oportunamente as perdas econômicas futuras (más notícias) contidas nos lucros (Kirschenheiter & Melumad, 2002; Almeida, Sarlo Neto, Bastianello & Moneque, 2012). No entanto, o aprimoramento do mercado de capitais, proporciona aos agentes econômicos maior capacidade

de reconhecimento de perdas econômicas contidas nos resultados contábeis. Assim, torna-se válida a investigação desta operação e o comportamento de gestores.

Assim, os estudos apresentados contrariam as características desejáveis em relação à suavização de resultados, conforme predito por Dechow, Ge e Schrand (2010). Logo, a pesquisa espera que **H3 – Suavização de resultados afete positivamente a Remuneração Executiva**. Para Brockman, Ma e Ye (2015), executivos que lançam mão da suavização de resultados, não conseguem, simultaneamente, praticar o reconhecimento tempestivo das perdas, o que leva à apresentação de efeitos opostos quando analisados simultaneamente.

2.3.4 Tempestividade no reconhecimento de perdas

O CEO, por natureza, é avesso ao risco. Quando percebem uma remuneração baseada em assumir riscos, os gestores são encorajados a envolverem-se em comportamentos que buscam risco, intensificando assim os conflitos de agência entre credores e mutuários. O conservadorismo contábil pode mitigar os conflitos de agência entre detentores de dívidas e acionistas sobre a política de pagamento de dividendos (Ahmed, Billings, Morton & Stanford, 2002).

O conservadorismo contábil desempenha um papel importante na mitigação do conflito entre credores e acionistas em função da substituição de ativos decorrentes de alto risco de compensação de CEO (Brockman, Ma & Ye, 2015). Nas empresas em que há remuneração baseada em risco, os executivos tendem a usar o reconhecimento de perda mais oportuna e esta relação positiva é mais pronunciada para as empresas com alta alavancagem. A relação entre o risco de compensação do CEO e os custos de empréstimos é reduzida para as empresas que usam o reconhecimento de perda oportuna, sugerindo que os credores percebem tal fato como um mecanismo de redução de risco, tal que, a alta remuneração baseada em assunção de riscos eleva o apetite do gestor ao risco. Assim, espera-se que **H4 – tempestividade no reconhecimento de perdas é positivamente associada à remuneração executiva**.

3. Metodologia

A amostra é composta por empresas que divulgaram as informações sobre remuneração executiva no período de 2008 a 2017, de cada país que compõe a União Europeia. O principal fator de escolha do bloco deu-se por contemplar nações que adotaram as normas contábeis segundo o IASB dentro do período de estudo, o que permite maior comparabilidade às informações divulgadas, além da própria representatividade econômica, que em 2015, gerou um PIB de 14,6 trilhões de euros, apresentou cerca de 20% das trocas comerciais mundiais e 62% das operações intragrupo e somadas importações e exportações da União Europeia esteve entre as três maiores potências mundiais, juntamente com China e Estados Unidos (Europa, 2017).

As informações foram coletadas da base Thomson Reuters Eikon®. Todos os dados foram coletados em dólar americano (US\$). A escolha das companhias se deu em função da disponibilidade dos dados de todas as variáveis durante o período de análise:

TABELA 1 – Amostra

2008 à 2017	Empresas	Observações
Total de Empresas	854	8.540
(-) Empresas com <i>missing values</i>	566	5.660
(=) Amostra final para análise	288	2.880

Fonte: Os autores

A variável dependente testada foi o logaritmo natural da remuneração total. As variáveis explicativas utilizadas foram persistência de lucro, magnitude dos *accruals*, suavização de resultado e tempestividade no reconhecimento das perdas. As variáveis independentes foram calculadas previamente, conforme proxies apresentadas na tabela 2:

TABELA 2 – Proxies para Earnings Quality

<i>Proxy</i>	<i>Elementos</i>	<i>Observações</i>
Persistência do lucro	$Lucro_t = \alpha + \beta Lucro_{t-1} + \varepsilon_t$ (1)	Em que β mede persistência. Regressão com $t=5$ anos
Magnitude de <i>accruals</i>	$Accruals = \alpha + \beta_1(\Delta Rev_t - \Delta Rec_t) + \beta_2 PPT + \varepsilon_t$ (2)	T= 5 anos
Suavização de resultados	$\sigma(Lucro)/\sigma(FluxoCaixa)$ (3)	Quanto menor a taxa mais suavização de resultado frente ao caixa. T=5 anos
Tempestividade no reconhecimento de perdas	$Lucro_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_t + \beta_0 Ret_t + \beta_1 D_t \times Ret_t + \varepsilon_t$ (4)	Em que $D_t=1$ se $Ret_t < 0$. Com β_1 alto, implica menor tempestividade no reconhecimento de perdas no resultado

Fonte: Adaptado de Dechow, Ge e Schrand (2010)

A persistência do lucro foi calculada a partir da regressão para um período “t” de 5 anos e extraído o “ β ” da regressão conforme tabela 2. A magnitude de *accruals* foi obtida a partir dos resíduos da regressão do modelo da tabela 2 anterior, para um período “t” de 5 anos. Foi adotado o modelo de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan & Sweeney (1995). A suavização de resultados foi calculada a partir da divisão do desvio padrão do resultado pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional, para um período de desvio de 5 anos. Índices menores indicam maior suavização do resultado frente ao caixa. A tempestividade no reconhecimento das perdas foi calculada, inicialmente, a partir de uma variável *dummy* calculada a partir do retorno da ação. Quando o retorno foi menor que zero, a *dummy* recebeu 1 e zero para o inverso. Após, foi inserida a *dummy* no modelo apresentado na tabela 2 e encontrado o “ β ” que, quanto maior, implica em menor tempestividade no reconhecimento das perdas no resultado.

Como variáveis de controle foram adotadas: i) tamanho da companhia: logaritmo natural do ativo total; ii) desempenho contábil: margem líquida; iii) risco: endividamento de curto prazo; iv) desempenho de mercado: retorno da ação e; v) características de Governança Corporativa: Management Score. Conyon e Schwalbach (2000) identificaram diferenças significativas entre os países europeus que são explicadas por particularidades relacionadas ao tamanho das companhias, estruturas de governança corporativa e legislação local, que impactam na determinação das políticas de remuneração executiva.

A estatística descritiva foi utilizada inicialmente para avaliar a composição da remuneração executiva e características das empresas. O uso da estatística descritiva no início da análise de resultados organiza e sintetiza os dados coletados, com a finalidade de entender, relatar e discutir tais informações.

Utilizou-se dados de corte transversal (i) relacionados com as características das organizações ao longo de uma série temporal (t) de 2008 a 2017, o que envolveu tanto uma

dimensão espacial quanto temporal e levou à análise de dados em painel. Preliminarmente foram realizados o teste de Heterocedasticidade, de Baum; o teste de Autocorrelação, de Wooldridge; e o teste de Multicolinearidade, que avalia a existência de relação linear entre as variáveis.

Os modelos em painel tratam a heterogeneidade dos dados e se apresentam em modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Para eleger a especificação mais adequada, procedeu-se, primeiramente, ao teste de Lagrange Multiplier (LM), proposto por Breusch e Pagan (1980), para teste da hipótese nula dos efeitos individuais não observáveis e avaliar o fato de serem relevantes para a explicação do modelo e posteriormente decidir entre os modelos *pooled* e o de efeitos aleatórios. Posteriormente, foi realizado o teste de Hausman, para avaliar a correlação entre os efeitos individuais do intercepto, sob a hipótese nula de $\text{corr}() = 0$. Assim, caso os efeitos do intercepto não sejam correlacionados com os erros, opta-se pelo modelo de Efeitos Aleatórios; caso contrário, existindo correlação, elege-se o modelo de Efeitos Fixos.

O modelo proposto está a seguir apresentado:

$$CEOComp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Persist_{i,t} + \beta_3 Accruals_{i,t} + \beta_4 Suavização_{i,t} + \beta_5 TLR_{i,t} \\ + \beta_6 Tam_{i,t} + \beta_7 DesCont_{i,t} + \beta_8 Risco_{i,t} + \beta_9 DesMerc_{i,t} + \beta_{10} GC_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

CEOComp: Logaritmo natural da remuneração total, da empresa *i*, no período *t*;

Persist: *Proxy* para persistência do lucro da empresa *i*, no período *t*, conforme equação (1) na tabela 2 anterior;

Accruals: *proxy* para *Accruals* da empresa *i*, no período *t*, conforme equação (2) na tabela 2 anterior;

Suavização: *proxy* para suavização de resultado da empresa *i*, no período *t*, conforme equação (3) na tabela 2 anterior;

TLR: *Proxy* para a tempestividade no reconhecimento de perdas da empresa *i*, no período *t*, conforme equação (4) na tabela 2 anterior;

Tam: Logaritmo natural do ativo total da empresa *i*, no período *t*;

DesCont: Desempenho contábil representado pela margem de lucro líquido (lucro líquido dividido pela receita líquida) da empresa *i*, no período *t*;

Risco: Endividamento de curto prazo da empresa *i*, no período *t*;

DesMerc: Desempenho de mercado determinado pelo retorno da ação da empresa *i*, no período *t*;

GC: nota atribuída pela consultoria Thomson Reuters em função da aplicação das práticas de governança corporativa na empresa *i*, no período *t*. Quanto maior a nota, maior o uso de boas práticas de governança corporativa.

Dalmácio, Rezende e Slomski (2009), bem como Assaf Neto (2002) sugerem que o uso de indicadores contábeis permite avaliar a performance de gestores por meio da análise de atratividade de investimentos e o retorno destes. Corroboram Bushman e Smith (2001) e Pukthuanthong, Talmor e Wallace (2004) quando afirmam que estas medidas de desempenho são utilizadas frequentemente para o estabelecimento de incentivos oferecidos aos gestores.

4. Resultados

A média de remuneração dos executivos da amostra foi de US\$ 40,6 milhões de dólares, sendo a mínima cerca de US\$ 105 mil e a máxima US\$ 240 milhões. As companhias apresentaram em média ativo total de US\$ 22,3 bilhões. Murphy (1985) e Byrd, Parrino e Pritsh (1998) recomendam o uso de características das empresas nas análises, dadas suas implicações sobre os indicadores de retorno e possíveis conflitos de agência existentes.

Procedeu-se com a verificação de não violação dos pressupostos e especificações do modelo de regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO). Por meio do teste de Shapiro-Wilk verificou-se a normalidade da distribuição dos dados. Para resultados em $P > 0,05$ (WOOLDRIDGE, 2010), pode-se inferir que os dados possuem distribuição normal. Verificou-se a existência de multicolinearidade entre as variáveis. O modelo não demonstrou a existência de multicolinearidade pois não apresentou R^2 alto e tampouco valores muito baixos para a estatística t. Através do Teste de Fator de Inflacionamento da Variância (VIF), se verificou que o valor obtido é menor que 10, com média de 1,3 e valor máximo de 2,27, o que permitiu afirmar que as variáveis não são colineares. A seguir verificou-se o grau de tolerância $1/VIF$, que deve ser maior que 0,1 para que não haja multicolinearidade.

O teste Breusch-Pagan-Godfrey foi utilizado para verificar a existência de heterocedasticidade. O teste fornece resultado com base no χ^2 , com hipótese nula de homocedasticidade. Com o uso do logaritmo natural na variável dependente, inicialmente com o intuito de reduzir a amplitude dos dados, contribuiu para que haja homocedasticidade no modelo. Também foi realizado o teste de White em que constatou-se novamente a existência de homocedasticidade. Procedeu-se com o teste robusto para diferenciação de interceptos de grupos e os testes de Breusch-Pagan e Hausman para verificar dentre os modelos de MQO, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, o que mais se adequa aos dados da pesquisa:

TABELA 3 - Teste para escolha do modelo

Teste robusto para diferenciar interceptos	Teste Breusch-Pagan	Teste de Hausman
$H_0 = \text{MQO} / H_1 = \text{EF}$	$H_0 = \text{MQO} / H_1 = \text{EA}$	$H_0 = \text{EA} / H_1 = \text{EF}$
$F(9, 2572) = 10,99$	Qui-Quadrado (01) = 1927,85	Qui-Quadrado (9) = 23,05
Prob > F = 0,0000	Prob > chibar2 = 0,0000	Prob > chibar2 = 0,0061

Fonte: Os autores

De acordo com os dados, nota-se que o modelo mais adequado é o de efeitos fixos, rejeitando-se a hipótese nula a 1%. Deste modo, adotou-se a técnica de dados em painel sob o modelo de efeitos fixos, conforme tabela 8 a seguir:

TABELA 4 - Regressão com Efeitos Fixos e Erros-Padrão Robustos

	Sinal esperado	Modelo Completo	Persist	Accruals	Suavização	TLR
_cons		8,79803 (0,000)	9,053327 (0,000)	8,931392 (0,000)	8,904908 (0,000)	9,061207 (0,000)
Persist	(+)	-0,0038648 (0,873)	0,0028875 (0,917)			
Accruals	(-)	6,80e-11 (0,007)		7,00e-11 (0,002)		
Suavização	(-)	0,0556627 (0,066)			0,0584142 (0,057)	
TLR	(+)	1,92e-12 (0,689)				2,51e-12 (0,674)
Tam	(+)	0,2894239	0,280278	0,285486	0,2848037	0,2799029

		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
DesCont	(+)	1,03892 (0,000)	1,127208 (0,009)	1,0091 (0,017)	1,152371 (0,006)	1,130974 (0,008)
Risco	(+)	0,5125528 (0,002)	0,5145575 (0,007)	0,5155194 (0,007)	0,5105473 (0,008)	0,5161864 (0,007)
DesMerc	(+)	0,1993096 (0,000)	0,1832488 (0,000)	0,198724 (0,000)	0,1837715 (0,000)	0,1840595 (0,000)
GC	(+)	0,0018625 (0,012)	0,001824 (0,025)	0,018649 (0,021)	0,018305 (0,024)	0,0018138 (0,026)
Prob > F = 0,0000						
R ² within = 0,0370						
R ² between = 0,3440						
R ² overall = 0,2112						

Fonte: Os autores

A análise da regressão anterior rejeita H1 e não permite afirmar, estatisticamente, que a persistência de lucros afeta a remuneração executiva. Os achados contrariam o estudo de Ashley e Yang (2004), em que os autores afirmam que os pacotes de remuneração executiva estão atrelados à persistência de lucros. No entanto, ressalta-se que os referidos autores adotaram medida de persistência de lucro diferente da adotada aqui: utilizaram uma medida de magnitude de *accruals* totais sobre o total de ativos, sugerida no estudo de Sloan (1993) e aqui utilizamos o coeficiente da regressão do lucro atual contra o lucro anterior. Segundo Ashley e Yang (2004), empresas que apresentam maior persistência de lucros são companhias de maior porte, apresentam grandes lucros e baixos retornos de ações no mercado. Também há diferenças em função do aspecto temporal: a amostra de Ashley e Yang (2004) compreendeu o período de 1993 a 1998, ou seja, antes da adoção das normas internacionais de contabilidade. Nossa amostra compreende o período pós adoção das normas IFRS. Os resultados coincidem apenas na variável de controle de tamanho.

À significância estatística de 1%, os resultados confirmam H2, tal de que o uso de *accruals* reflete positivamente na remuneração executiva. A relação estatística indica que o uso de *accruals* aumenta a remuneração de executivo. Segundo Bergstresser e Philippon (2006), o executivo é levado às práticas de *accruals* em companhias em que há remuneração baseada em valor da ação no mercado acionário norte americano. Para os autores, em empresas em que há maior remuneração por *stockoptions*, os executivos são levados ao maior uso de *accruals*. Bergstresser e Philippon (2006) afirmam que os executivos não sabem ao certo quanto tempo estarão à frente da empresa, fato este que os leva a tomar decisões acerca de escolhas contábeis a fim de maximizar sua remuneração própria no curto prazo. Esta afirmativa corrobora os achados em relação à H3.

A suavização de resultados também leva a um aumento de remuneração. Os achados não permitem rejeitar H3, a 10% de significância estatística, uma vez que a suavização de resultados apresenta relação positiva com a remuneração executiva. Os resultados estão alinhados com os estudos achados de Almeida, Sarlo Neto, Bastianello e Moneque (2012) e Ewert e Wagenhofer (2015). É possível observar a partir da relação teórica das propriedades da informação contábil (*accruals*), que a relação entre suavização de resultados e a remuneração executiva é ignorada pelos agentes econômicos, ainda que teoricamente apresente maior capacidade de reconhecimento de perdas econômicas contidas nos resultados contábeis e fluxos de caixa.

A tempestividade no reconhecimento de perdas, não apresentou significância estatística na relação com a remuneração executiva. Se rejeita, assim, H4. Tal achado contraria as

pesquisas de Ahmed, Billings, Morton e Stanford (2002) e Brockman, Ma e Ye (2015). Segundo os autores, o reconhecimento tempestivo de perda reduz a assimetria da informação e consequentemente o risco, tanto para acionistas quanto para credores. No entanto, não há constatação estatística da influência do reconhecimento tempestivo das perdas sobre a remuneração executiva para a amostra no período estudado.

As relações apresentadas pelo estudo apontam para uma relação forte entre remuneração executiva e as demais variáveis de controle: a remuneração é maior em companhias de maior porte e em empresas com endividamento de curto prazo, o que está alinhado com Conyon (1997) e Funchal e Terra (2006). Para os autores, quanto maior a companhia e quanto maior o risco assumido pelo executivo, maior é sua remuneração.

Também se observou que em companhias em que há lucratividade maior (margem líquida), à 1% de significância estatística, há maior remuneração em companhias mais lucrativas sob um indicador contábil, bem como em empresas que apresentam maior retorno das ações (indicador de mercado). Os achados estão alinhados com os principais estudos que demonstram inquietação quanto à discrepância entre montante pago aos executivos e o desempenho de companhias (Jensen & Murphy, 1990; Baber, Kang & Kumar, 1999; Baker & Wurgler, 2006; Boeri, Lucifora & Murphy, 2013; Conyon & Gregg, 1994; Conyon & Leech, 1994).

Também como variável de controle, o indicador de Management Score apresentou relação significativa e positiva com a remuneração executiva, o que permite afirmar que quanto maior a prática de governança corporativa e mais transparência, o executivo percebe uma remuneração maior. Os achados corroboram os estudos de Clarke, Conyon e Peck (1998), Conyon e Schwalbach (2000), Jensen, Murphy e Wruck (2004), Funchal e Terra (2006), Murphy (2012), Conyon e He (2004), Conyon e He (2012a), Conyon e He (2012b), Conyon e He (2013), Cordeiro, He, Conyon e Shaw (2013a) e Cordeiro, He, Conyon e Shaw (2013b).

Verificou-se ainda se a concentração acionária influenciaria nas políticas de remuneração executiva. Para tal, incluímos no modelo uma variável disponível na base de dados Thomson Reuters Eikon®, denominada de “percentual de participação de acionistas estratégicos”. Esta variável indicava o percentual da participação de acionistas tidos como estratégicos no capital das companhias. Tal inquietação se deu pois, a literatura apresenta tanto trabalhos em que há influência da concentração acionária na remuneração (Clay, 2001; McConnell & Servaes, 1990; Hutton, 2002), como trabalhos que não apresentam tal relação (Shleifer and Vishny, 1997; Faccio, Lang and Young, 2001). Nos achados desta pesquisa, a concentração acionária não apresentou significância estatística.

5. Considerações finais

O uso do lucro como principal medida de desempenho atrelada à remuneração pode ser problemático pois o executivo pode apresentar lucros anormais em períodos em que esta medida for base para sua remuneração ou enquanto for conveniente para si. O uso de *accruals* discricionários leva à transitoriedade do lucro e não apresentação de lucros persistentes. Assim, o estudo lançou mão do conjunto de variáveis apresentadas por Dechow, Ge e Schrand (2010), que mitigam esse efeito temporal dos lucros anormais, através da persistência dos lucros, bem como o reflexo do uso de *accruals* ao longo do tempo, através da magnitude de *accruals*, suavização de resultados e tempestividade no reconhecimento de perdas.

A literatura pressupõe que a qualidade das informações sobre resultados reflete nos esforços coletivos da diretoria para a maximização do valor da empresa e, consequentemente, a riqueza do acionista. Assim, estatisticamente, o estudo não comprovou a tese de que a

qualidade da informação contábil exerce influência na determinação dos pacotes de remuneração executiva.

Contudo, os achados estão alinhados com a teoria da agência. Para Jensen e Meckling (1976), é de se esperar que, em uma relação em que haja a função utilidade envolvida e a busca pela maximização de seus interesses próprios, os resultados apontam para isso: executivos continuam adotando práticas contábeis com o fim específico de maximizar sua própria riqueza, através da remuneração.

Os indicadores adotados nesta pesquisa têm por natureza garantir a qualidade do resultado na perpetuidade. Em conjunto, são capazes de predizer a capacidade de geração de lucros de determinada companhia ao longo dos anos. Adotada esta premissa, propor um pacote de remuneração atrelado a bons índices de persistência de lucros, com controle do uso de *accruals* e suavização de resultados e, também, o conservadorismo através da tempestividade do reconhecimento de perdas, traz ao acionista segurança de que a companhia gerará bons resultados ao longo dos anos, fato este que garantirá distribuição de dividendos e valorização do capital empregado em ações, através da valorização das mesmas frente ao mercado.

Os achados contribuem para a literatura como um alerta: é necessário adequar as políticas de remuneração a indicadores mais consistentes, como os propostos por Dechow, Ge e Schrand (2010). Os atuais indicadores utilizados para determinar a remuneração executiva podem comprometer a perpetuidade das companhias. Um exemplo é o resultado do uso extremo de *accruals*: não se sustenta a longo prazo e pode comprometer a geração de fluxos de caixa futuros (Balsam, 1998; Bergstresser & Philippon, 2006; Iatridis, 2018).

Deste modo, este estudo permite concluir que os pacotes de remuneração executiva seguem uma tendência de mercado e não teórico-contábil. Os achados contrariam as características da informação contábil acerca da qualidade do lucro, dado que o arcabouço teórico indica para uma relação positiva entre persistência de lucros, tempestividade no reconhecimento de perdas e remuneração executiva e uma relação negativa entre *accruals*, suavização de resultados e remuneração.

Executivos, em função de sua natureza humana de buscar o que é melhor para si e, não tendo plena ciência de quanto tempo terão no exercício das funções, tendem a buscar maximizar sua própria riqueza no menor espaço de tempo possível. Neste sentido, o uso de *accruals* e suavização de resultados trazem ao executivo uma remuneração no curto prazo mais adequada aos próprios interesses e colocam em risco a perpetuidade e geração de resultados nas companhias no longo prazo, contrariando os interesses de acionistas.

No entanto, no período de 2008 a 2017 e nesta amostra de empresas europeias, a qualidade do lucro não foi determinante nas políticas de remuneração executiva conforme esperado e, o resultado encontrado adverso, sugere que existem informações de mercado e características humanas dos executivos que não são captadas pela contabilidade, tais como tempo de contrato dos executivos, experiência e anseios pessoais e que impactam mais significativamente nas ações dos CEOs e conseqüentemente geram a necessidade de determinar pacotes de remuneração executiva mais adequados.

Os achados da pesquisa permitiram ainda, compreender que o gerenciamento de resultados para aumento da remuneração executiva prevalece quando contraposto com indicadores de qualidade do resultado, ao menos para a amostra e período estudados. Ao analisar medidas de performance distintas às utilizadas até então, o estudo contribuiu para a literatura existente que investiga contratos de remuneração executiva. Este distanciamento entre qualidade do lucro e remuneração apresentado pelo estudo tem implicações práticas

preocupantes, pois sugere que executivos utilizam de procedimentos contábeis para aumentar sua própria remuneração no curto prazo. Indica um comportamento oportunista do gestor e consequentemente implica diretamente nos investidores, aumentando a assimetria da informação na relação de agência, eventuais aumentos do custo de agência e abre a possibilidade do uso de informações exclusivas com o propósito de transferir riqueza do principal para si próprio.

Os indicadores adotados nesta pesquisa são mais complexos se comparados a calcular o retorno da ação. Assim, para estudos futuros, sugere-se investigar os motivos que levam o mercado a adotar indicadores mais simples de se encontrar em detrimento dos indicadores mais eficientes e com maior capacidade informacional. Também, dada a limitação da base de dados, o estudo não conseguiu verificar se há ação dos executivos sobre contadores ou elaboradores de demonstrações contábeis. Assim, investigações futuras acerca da influência do alto escalão de executivos sobre os elaboradores das demonstrações contábeis são sugeridas.

O estudo limitou-se a buscar respostas nas quatro variáveis explicativas de qualidade do lucro. Estudos futuros podem combina-las com outros indicadores de desempenho econômico-financeiro. Outra limitação está na análise da composição dos pacotes de remuneração. Estudos anteriores indicam que a adoção de *accruals* é mais comum em empresas em que a remuneração está atrelada ao preço de ações no mercado. Neste sentido, estudos futuros podem investigar se há relação entre a remuneração condicionada ao valor da ação e a magnitude dos *accruals*. Também procurou controlar ambientes de governança corporativa e adoção de IFRS. No entanto, como a preocupação principal foi controlar IFRS em função das quatro variáveis de resposta serem de origem contábil, a amostra contemplou apenas países da União Europeia. Deste modo, replicar o estudo em países de outros blocos econômicos, se torna interessante para a comparação dos resultados.

Referências

- Ahmed, A., B. Billings, R. Morton and M. Stanford (2002). 'The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs', *The Accounting Review*, Vol. 77, pp. 867–90. DOI: <http://www.jstor.org/stable/3068874>
- Ali, A.; Zhang, W.N. (2015). CEO Tenure and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 59, 60-79. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Almadi, M.; Lazic, P. (2016). CEO incentive compensation and earnings management: The implications of institutions and governance systems. *Management Decision* 54(10), p. 2447-2461. DOI: <https://doi.org/10.1108/MD-05-2016-0292>
- Almeida, J. E. F.; Sarlo Neto, A.; Bastianello, R. F.; Moneque, E. Z. (2012). Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&F BOVESPA. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 23(58), p. 65-75. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772012000100005>
- Araujo, J., & Ribeiro, M. (2017). Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11.
- Ashley, A. S.; Yang, S. S. M. (2004). Executive compensation and earnings persistence. *Journal of Business Ethics* 50(4), p. 369-382.
- Assaf Neto, A. (2002). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. (7 ed.) São Paulo: Atlas.

- Baber, W. R.; Kang, S. H.; Kumar, K. R. (1999). The explanatory power of earnings levels vs. earnings changes in the context of executive compensation. *Accounting Review* 74(4), p. 459-472. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.1999.74.4.459>
- Baginski, S. P.; Lorek, K. S.; Willinger, G. L.; Branson, B. C. (1999). The relationship between economic characteristics and alternative annual earnings persistence measures. *The Accounting Review* 74(1), p. 105- 120. DOI: 10.2308/accr.1999.74.1.105
- Baker, G. P.; Jensen, M. C.; Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance* 43(3), p. 593-616. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x
- Baker, M. P.; Wurgler, J. A. (2006). Investor sentiment and cross-section of stock returns. *The Journal of Finance* 61(4), p. 1645-1680. DOI: 10.3386/w10449
- Balsam, S., 1998. Discretionary accounting choices and CEO compensation. *Contemporary Accounting Research*, 15 (3), 229–252.
- Bergstresser, D.; Philippon, T. (2006) CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80, 511-529. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.10.011
- Boeri, T.; Lucifora, C.; Murphy, K. J. (2013). *Executive remuneration and employee performance*. Oxford: Oxford University Press.
- Breusch, T. S.; Pagan, A. R. (1980). The langrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies* 47(1), p. 239-253. DOI: <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Brockman, P.; Ma, T.; Ye, J. (2015). CEO compensation risk and timely loss recognition. *Journal of Business Finance & Accounting* 42(1-2), p. 204-236. DOI: 10.1111/jbfa.12100
- Burns, N.; Kedia, S. (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics* 79, p. 35-67. DOI: <https://doi.org/10.2469/dig.v36.n3.4211>
- Bushman, R. M.; Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, p. 237–333. DOI: doi=10.1.1.467.6157
- Byrd, J., Parrino, R., & Pritsch, G. (1998). Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*, 54(3), 14-30. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v54.n3.2177>
- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q.Y., Wang, X., 2018. Flight to quality in international markets: investors' demand for financial reporting quality during political uncertainty events. *Contemporary Accounting Research*, 35(1). <http://dx.doi.org/10.1111/1911-3846.12355>.
- Cheng, Q.; Farber, D. (2008). Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *The Accounting Review* 83(5), p. 1217-1250. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.5.1217>
- Clarke, R. N.; Conyon, M. J.; Peck, S. I. (1998). Corporate governance and directors' remuneration: views from the top. *Business Strategy Review* 9(4), pp. 21-30. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8616.00079>

- Clay, D.G., (2001). Institutional ownership, CEO incentives, and firm value. The University of Chicago.
- Conyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15(4), pp. 493-509. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(96\)01032-6](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(96)01032-6)
- Conyon, M. J.; Gregg, P. (1994). Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks. *National Institute Economic Review* 149, pp. 83-92. DOI: <https://doi.org/10.1177/002795019414900107>
- Conyon, M. J.; He, L. (2004). Compensation committees and CEO compensation incentives in US entrepreneurial firms. *Journal of Management Accounting Research* 16(1), pp. 35-56. DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/jmar.2004.16.1.35>
- Conyon, M. J.; He, L. (2012a.) Executive compensation and corporate finance in China. *Journal of Corporate Finance* 18 (2), pp. 1-51. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Conyon, M. J.; He, L. (2012b). CEO compensation and corporate governance in China. *Corporate Governance an International Review* 20(6), pp. 575-592. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Conyon, M. J.; He, L. (2013). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics* 112(2), pp. 187-201. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>
- Conyon, M. J.; Leech, D. (1994). Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56(3), pp. 229-247. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0084.1994.mp56003001.x>
- Conyon, M. J.; Schwalbach, J. (2000). European differences in executive pay and corporate governance. In Gabler Verlag, Wiesbaden. Horst Albach (Ed.). Corporate Governance: *ZfB-Ergänzungshefte* (Vol. 1, pp. 97-114). Wiesbaden: *ZfB-Ergänzungshefte*
- Cordeiro, J.; He, L.; Conyon, M. J.; Shaw, T. (2013a). Chinese executive compensation: the role of asymmetric performance benchmarks. *The European Journal of Finance* 19(6); pp. 484-505. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2013.769892>
- Cordeiro, J.; He, L.; Conyon, M. J.; Shaw, T. (2013b). Informativeness of performance measures and Chinese executive compensation. *Asia Pacific Journal of Management* 30 (4), pp. 1031-1058. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10490-013-9353-9>
- Dalmacio, F. Z.; Rezende, A. J.; Slomski, V. (2009). Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. *Revista Universo Contábil* 5(3), p. 6-23. DOI:10.4270/ruc.2009319
- Dechow, P.; Dichev, I. (2002). The quality of *accruals* and earnings: the role of *accruals* estimation errors. *The Accounting Review* 77, p. 35-59. DOI: 10.2308/accr.2002.77.s-1.35
- Dechow, P.; Ge, W.; Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50, p. 344-401. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1485858>

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 70, 193-225.
- Elayan, F. A.; Jingyu, L.; Meyer, T. O. (2008). Accounting irregularities, management compensation structure and information asymmetry. *Accounting and Finance* 48, 741-760. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2008.00266.x
- Europa. Eu. (2017). Digital economy & society. Europa.eu. Retrieved August 1, 2017. https://europa.eu/european-union/about-eu/figures/economy_pt
- Ewert, R.; Wagenhofer, A. (2015). Why more forward-looking accounting standards can reduce financial reporting quality. *European Accounting Review* 25(3), p. 487-513. DOI: 10.1080/09638180.2015.1043927
- Faccio, M., Lang, L., Young, L., (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91 (1), 54-78.
- Friedman, H. L. (2014). Implications of power: when the CEO can pressure the CFO to bias reports. *Journal of Accounting and Economics* 58, p. 117-141. DOI: 10.1016/j.jacceco.2014.06.004
- Funchal, J. A.; Terra, P. R. S. (2006) Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO NACIONAL DE PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO. 30., 2006, Salvador. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. p. 1-16.
- Greckhamer, T. (2016). CEO Compensation in relation to worker compensation across countries: the configurational impact of countr-level institutions. *Strategic Management Journal* 37, 793-815. DOI: 10.1002/smj.2370
- Hopkins, J. J.; Maydew, E. L.; Venkatachalam, M. (2015). Corporate general counsel and financial reporting quality. *Management Science* 61(1), p. 129-145. DOI: <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2014.2072>
- Hutton, W., (2002). The world we're in. Little, Brown, London
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York 3(4), pp. 305-360. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M.; Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Chicago 98(2), pp. 225-264. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M.; Murphy, K. J.; Wruck, E. G. (2004). Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them [Working Paper n. 44 / WEP. 2-117]. *European Corporate Governance Institute*, Bruxelles, Belgium.
- Jiang, J. X.; Petroni, K. R.; Wang, I. Y. (2008). CFOs and CEOs: who have the most influence on earnings management? Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1121131> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121131>
- Jones, J.J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.

- Kirschenheiter, M., Melumad, N. D. (2002) Can “big bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research* 40(3), 761-796
- Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 5, p. 31-48. DOI: 10.1016/0165-4101(83)90004-6
- Martinez A. L. (2001). Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese de doutorado, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- McConnell, J.J., Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7(1), pp. 11-42. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Murphy, K. J. (2012). Pay, politics and the financial crisis. In: Blinder, A.; Lo, A.; Solow, R. *Rethinking the Financial Crisis*, New York: Russell Sage Foundation.
- Peterson, T. (1993). The economics of organization: the principal-agent relationship. *Acta Sociologica*, 36(3), pp. 277-293.
- Pukthuanthong, K.; Talmor, E.; Wallace, J. S. (2004). Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership & Control* 1(2), pp. 41-62. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-015-2962-0>
- Rosen, S. Contract and the Market for executives. (1990). *Nobel Symposium* (3542): 1-54. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w3542>
- Shleifer, A., Vishny, R., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Sloan, R. G. (1993). Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16, p. 55-100. DOI: 10.1016/0165-4101(93)90005-Z
- Sprenger, K. B.; Kronbauer, C. A.; Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil* 13(3) p. 120-142. DOI:10.4270/RUC.2017321
- Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. 4. ed. São Paulo: CENGAGE Learning.
- Xuefeng Jiang, J.; Petroni, K. R.; Wang, Y. (2010). CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management? *Journal of Financial Economics* 96(3), p. 513-526. DOI:10.1016/j.jfineco.2010.02.007

4. Remuneração de Executivos e Caixa: Há Incentivos para Geração de Fluxo de Caixa Operacional?

Resumo

As pesquisas baseadas na Teoria da Agência tendem a se direcionar para verificar a existência de relação entre a remuneração executiva e o desempenho das companhias, sob a ótica econômica. Nota-se também que, para atingir metas estabelecidas em seu contrato de remuneração, executivos lançam mão de *accruals* discricionários, o que leva ao comprometimento de resultados futuros e consequente geração de caixa. Neste sentido, este estudo contribui para a literatura existente ao verificar se são oferecidos incentivos aos executivos, através da remuneração, para geração de caixa operacional. Adicionalmente, a pesquisa identificou os fatores que levam companhias abertas europeias, no período de 2008 a 2017, a aumentar a remuneração de executivos, ainda que estes apresentem fluxo de caixa operacional negativo. A pesquisa encontrou remuneração adicional aos executivos que geram fluxo de caixa operacional e identificou que, ainda que a empresa apresente fluxo de caixa operacional negativo, o executivo percebe aumento em sua remuneração em função da valorização dos papéis no mercado acionário.

Palavras-chave: remuneração executiva; desempenho; fluxo de caixa operacional

1. Introdução

A utilização de métricas contábeis em contratos de remuneração de executivos não é recente (Jensen & Murphy, 1990; Conyon & Leech, 1994; Conyon & Gregg, 1994; Conyon, 1997; Nwaeze; Yang; Yin, 2006; Araujo & Ribeiro, 2017). A determinação de medidas contábeis se apresenta relevante quando estas possuem um efeito incremental e informativo sobre as ações dos executivos ou ainda quando este uso em contratos corrobora a partilha de riscos entre as partes contratantes (Lev, 1983; Natarajan, 1996; Firth; Tam; Tang, 1999; Kaveski; Vogt; Degenhart; Hein; Scarpin, 2015).

O uso de medidas de desempenho distintas contribui para um contrato mais eficaz somente se cada medida possuir capacidade informativa incremental sobre o resultado pretendido (Banker & Datar, 1989). As pesquisas apresentam diversas maneiras de mensuração de desempenho da companhia como base para remuneração. Notadamente, lucro e retorno são os indicadores contábeis mais utilizados (Baker, Jensen & Murphy, 1988; Bushman & Smith, 2001; Araujo & Ribeiro, 2018). A literatura está repleta de pesquisas que demonstram a importância dos lucros nos contratos. No entanto, poucos estudos investigaram se os executivos são incentivados a gerar caixa para suas companhias e, portanto, destinados a verificar a existência de relação entre remuneração de executivos e fluxo de caixa operacional.

Estudos que evidenciam a importância do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) como medida de mensuração do desempenho das companhias são esparsos (Nwaeze, Yang & Yin, 2006). O interesse em estudar os efeitos do FCO sobre a remuneração executiva se deu nos Estados Unidos, entre os anos 1980 e 1990 e resultou nos trabalhos de Kumar, Ghicas e Pastena (1993) e mais tarde na pesquisa de Natarajan (1996). A inquietação se deu em função de haver, na época, um leve movimento das companhias em premiar seus executivos com base no FCO.

A falta de evidências consistentes sobre a relevância da geração de fluxos de caixa sobre os contratos de remuneração é percebida por Perry e Zenner (2001), que encontraram apenas 15% das empresas atrelando FCO nos pacotes de remuneração. Entretanto, Leone (2004), em pesquisa técnica, demonstra aumento na utilização de métricas baseadas em fluxo de caixa operacional como medida de recompensa pelo desempenho. O autor afirma que é possível identificar nos planos de remuneração de companhias como Disney, General Electric, IBM e Motorola medidas de caixa em seus sistemas de recompensa. O uso do FCO como indicador de desempenho é relevante e pode ser mais eficaz que as métricas comumente utilizadas, dado que é menos suscetível à manipulação se comparado com outros indicadores de performance.

1.1 Questão de Pesquisa

Neste sentido, a pesquisa pretende responder à seguinte questão: **qual o montante pago aos executivos, por meio de remuneração, para geração de caixa operacional nas companhias abertas europeias? E, também, quais os fatores que induzem o aumento da remuneração dos executivos quando há redução do FCO e/ou FCO negativo?**

1.2 Objetivo

Assim, o objetivo do estudo é de investigar se há incentivos aos executivos, por meio de remuneração, de companhias abertas europeias para geração de caixa operacional.

Adicionalmente, a pesquisa busca identificar os fatores que levam as companhias a aumentar a remuneração de executivos mesmo que haja situação de redução do caixa operacional e/ou fluxo de caixa operacional negativo.

Deste modo, o estudo se diferencia dos demais e preenche uma lacuna do conhecimento ao avaliar o comportamento do caixa operacional apresentado pelas companhias abertas frente à remuneração paga aos executivos, considerando o aumento do uso do FCO como indicador de desempenho para a determinação da remuneração executiva em grandes corporações

mundiais, a adoção de normas internacionais de contabilidade e a internacionalização das diretrizes contábeis no mundo e, em especial, na União Europeia, dada a importância do bloco econômico na economia global.

1.3 Justificativa

O desenvolvimento de estudos que contemplam dados extraídos do resultado e do fluxo de caixa são extremamente importantes para a pesquisa e a própria prática da contabilidade, dado que é esperado que os *accruals* forneçam informações adicionais ao fluxo de caixa e que seja um meio para que os administradores forneçam informações privadas sobre a empresa para o mercado (Lopes & Martins, 2007).

O resultado contábil é passível de manipulação através dos *accruals* discricionários e, quando eleito como indicador para estabelecer os pacotes de remuneração variável, é gerenciável de modo a proporcionar maiores benefícios aos executivos (Bergstresser & Philippon, 2006; Cheng & Farber, 2008; Conyon & He, 2013; Elayan, Jingyu & Meyer, 2008). Por outro lado, o fluxo de caixa operacional é mais difícil de ser manipulado, principalmente em função da rotina de reconciliação e circularização de informações desenvolvidas pela auditoria externa no momento da validação das demonstrações contábeis apresentadas (Petty & Ross, 2009; Deo, 2016). Em função destas características, o fluxo de caixa operacional pode ser utilizado como métrica para a determinação da remuneração executiva (Petty & Ross, 2009).

Kumar, Ghicas e Patena (1993) testaram o impacto do caixa operacional na remuneração dos executivos, considerando o resultado dos períodos e constataram que o peso do fluxo de caixa não é significativo. Três anos mais tarde, Natarajan (1996) desenvolveu modelo de regressão com remuneração contra resultado e medidas de fluxo de caixa. Concluiu que o lucro e o fluxo de caixa operacional possuem uma melhor associação com remuneração paga em moeda corrente do que apenas com o lucro, mas o peso do fluxo de caixa operacional é baixo e não significativo.

Após 10 anos, Nwaeze, Yang e Yin (2006) afirmaram que o FCO é relevante nos contratos de remuneração, a priori, quando a qualidade dos lucros é baixa e quando há necessidade de capital de giro elevada. Nestas situações, segundo os autores, o FCO tem maior capacidade preditiva de desempenho se comparado ao resultado. Para Clinch e Magliolo (1993), o FCO é um dos componentes do ganho que reflete e influencia diferentes aspectos da atuação dos executivos. Assim, após 25 anos do início das pesquisas sobre a temática, faz-se necessário verificar se o comportamento do fluxo de caixa operacional frente à remuneração executiva permanece o mesmo ou se houve mudanças significativas. No cenário econômico mundial destaca-se a criação da União Europeia, a adoção de normas internacionais de contabilidade, o franco crescimento da economia chinesa e o impacto nas economias locais, bem como a globalização.

Os resultados desta pesquisa demonstram que os executivos da amostra, para o período estudado, receberam um acréscimo na remuneração de US\$ 3,653 para cada US\$ 10.000 gerados de fluxo de caixa operacional. Adicionalmente, também identificou-se que, ainda que haja fluxo de caixa operacional negativo no período, o executivo percebe um aumento na remuneração em função da valorização das ações da companhia no mercado acionário.

2. Referencial Teórico

Nos anos 1970, os pacotes de remuneração executiva de empresas norte americanas consistiam basicamente em salário base e bônus condicionados a medidas de desempenho anual. Desta maneira havia pouco incentivo aos executivos para aumentar o preço das ações das empresas. A remuneração executiva estava condicionada ao volume de vendas e seu

crescimento, gerando um excesso de capacidade e de fluxo de caixa, ao invés de criar valor para o acionista (Funchal & Terra, 2006). Este fenômeno permaneceu durante os anos 1980.

Empresas com excesso de caixa eram alvo de aquisição hostil ou também compravam outras companhias, fato que, praticamente obrigava executivos a empregar os excessos de caixa (Jensen, Murphy & Wruck, 2004). Durante os anos 1990 houve um crescimento do pagamento através de opções e se tornaram um dos maiores componentes da remuneração executiva no mercado norte americano (Murphy, 1998).

2.1 Determinantes da Remuneração Executiva

A remuneração é determinada através de políticas que estabelecem a relação de agência e, premia ou pune os executivos, normalmente em função do desempenho apresentado pela empresa. O pacote de remuneração é um importante fator de sucesso de uma organização e, tão importante quanto o montante pago é a forma como é paga, pois, um aumento da remuneração não necessariamente reflete em uma transferência de riqueza aos acionistas (Jensen & Murphy, 1990). Os planos de remuneração devem encorajar executivos a tomar ações que aumentem o valor da firma e, ao mesmo tempo, evitar decisões que destroem valor, bem como atrair e reter executivos certos a custos baixos (Jensen, Murphy & Wruck, 2004).

As políticas de remuneração no cenário norte americano compreendem salário fixo e remuneração baseada em desempenho, que é paga através de opções, compra de ações da companhia, percentual sobre o retorno das ações e bônus em dinheiro (Murphy, 1998; Firth, Tam & Tang, 1999). Já no Reino Unido a remuneração é composta por salário base, bônus anual condicionado ao desempenho contábil e remuneração de longo prazo constituída por opções e planos de incentivo de longo prazo (Conyon & Murphy, 2000). Na França, a remuneração executiva é paga em dinheiro ou em ações (Alcouffe & Alcouffe, 2000). A remuneração baseada em ação ou em opções tende a diminuir a distância entre o agente e o principal, dado que o agente passa a ter uma parte da companhia. Ao passo que, quando há o pagamento em dinheiro, o agente é incentivado a fazer escolhas que maximizem a própria riqueza em detrimento a do principal.

O salário fixo está alinhado à magnitude dos riscos, esforços e responsabilidades assumidos pelo executivo em sua função e varia de acordo a complexidade da companhia e suas operações (Camargos, Helal & Boas, 2007). Empresas de grande porte buscam pelos melhores talentos e a remuneração fixa é um atrativo para estes executivos (Conyon, 1997). Há uma certa regulação competitiva no mercado para estabelecimento destes valores, que se baseiam em pesquisas salariais e análises do segmento da companhia (Murphy, 1998). No entanto, as companhias de maior porte, ainda que paguem maiores salários, tem o monitoramento das ações dos executivos prejudicado se considerar-se tão somente a remuneração fixa como meio de controle. O pagamento de altas montas a executivos em grandes companhias tende a ser pouco significativo no resultado da empresa, em função do seu porte (Funchal & Terra, 2006; Araujo, Parisi, Silva, & Nakamura, 2014). E ainda, quando há pulverização do controle acionário, este controle se apresenta mais ineficaz.

De um lado, o tamanho da empresa não é de grande valia para acionistas, pois, buscam maximização de sua riqueza através do retorno sobre os investimentos empregados (Firth, Tam & Tang, 1999). Noutro sentido, os executivos atuam fortemente na determinação de sua remuneração fixa, ainda que seja a menor parte se comparada com a remuneração total, pois, o salário base é componente chave dos contratos e garante sua remuneração pelo tempo em que perdurar o contrato (Murphy, 1998). Além disto, boa parte da remuneração variável se baseia nesta monta fixa. Este comportamento é mais comum em executivos com perfil conservador (Funchal & Terra, 2006).

A remuneração variável ou também conhecida como plano de bônus anual (Camargos, Helal & Boas, 2007) refere-se à maior parcela da remuneração executiva e é determinada em

empresas norte americanas, através de duas ou mais medidas de desempenho e, dentre elas, ao menos uma medida é baseada no lucro contábil (Murphy, 1998). Além do resultado contábil, as medidas de desempenho mais comuns são variação do resultado, retorno sobre ativos e retorno sobre o patrimônio (Firth, Tam & Tang, 1999). As medidas de desempenho contábil sofrem maior influência dos executivos e em especial o lucro contábil que podem conter as ações não observáveis dos executivos – discricionariedade (Jensen & Murphy, 1990). Num cenário extremo, pode haver manipulação de informações contábeis (Anderson, Cavanagh & Hartman, 2002).

Existe ainda a remuneração baseada em ações que é a mais forte conexão entre a riqueza do executivo e dos acionistas, dado que ele passa à condição de acionista (Jensen & Murphy, 1990). Assim, o bem-estar do executivo se dará ao passo que o desempenho da companhia cuja gestão está sob sua responsabilidade seja satisfatório também. Porém, existem fatores que fogem ao controle dos executivos que podem influenciar o preço das ações, tal como fatores macroeconômicos (Firth, Tam & Tang, 1999). Ainda assim, a remuneração baseada em ações conecta a riqueza de acionistas e executivos e corrobora a efetividade de um pacote de remuneração composto por remuneração monetária e baseada em ações como instrumento de alinhamento de interesses de acionistas e executivos (Jensen & Murphy, 1990; Murphy, 1998).

Também uma forma bastante utilizada para determinar a remuneração executiva são as *stock options* que consistem em opções de compra de ativos em determinada data a determinado valor, ambos previamente estabelecidos e que possuem tipicamente longo prazo para expirar (normalmente de 10 anos) e com preço de exercício similar ao de mercado na data da concessão da opção (Funchal & Terra, 2006). Nesta modalidade há distinções entre sua utilização nos mercados norte americano e britânico: enquanto nos Estados Unidos a maturidade varia entre 5 e 10 anos e o executivo pode exercer seu direito antes do prazo, ao passo que no cenário britânico o executivo deve cumprir alguma meta previamente estabelecida em contrato e não simplesmente aguardar o prazo determinado para exercer seu direito.

O ponto fraco da remuneração através de opções está no fato de que o mercado é quem vai ditar o preço das ações no exercício do direito e não necessariamente o desempenho da companhia (Jensen & Murphy, 1990). Em outras palavras, não há como controlar se o executivo terá sua riqueza alterada em função de seu desempenho na companhia ou se sua riqueza será influenciada por rumores de mercado, por exemplo.

Existem diferenças latentes entre a remuneração baseada em ações e as em opções. A primeira delas diz respeito à tributação: na modalidade de opções, há um diferimento do pagamento do imposto de renda por parte do executivo, pois só estará sujeito ao tributo quando do exercício do direito sobre as opções. Este fenômeno é percebido nos Estados Unidos (Jensen & Murphy, 1990), no Reino Unido (Conyon & Sadler, 2001) e no Brasil (Funchal & Terra, 2006; Camargos, Helal & Boas, 2007). Também há diferenças no que tange ao pagamento de dividendos: quando titular de ações, o executivo tem direito a receber dividendos ao passo que na modalidade de opções não. Assim, a remuneração baseada em opções é atraente e alinha interesses de executivos e acionistas, mas não deve ser utilizada isoladamente (Funchal & Terra, 2006; Krauter, 2013). Recomenda-se que o pacote de remuneração deve ser heterogêneo.

2.2 Fluxo de Caixa Operacional

O fluxo de caixa operacional é evidenciado na primeira parte da Demonstração do Fluxo de Caixa. Representa o caixa gerado pelas operações da empresa, antes das operações com financiamentos e de investimentos. Os usuários das informações contábeis e agências de risco utilizam o fluxo de caixa para monitorar o desempenho das companhias, complementando a análise da demonstração de resultado e o balanço patrimonial, pois apresenta informações relevantes acerca da liquidez da companhia, transparência financeira e ajuda a entender as políticas de gestão do caixa de cada companhia, incluindo práticas de alavancagem, políticas

de pagamentos de dividendo e crescimento (Deo, 2016). Há situações em que empresas apresentam, simultaneamente, bons resultados econômicos e fluxos de caixa negativos, destacando assim a importância da análise da demonstração de fluxo de caixa (Mills & Yamamura, 2000).

O fluxo de caixa é relativamente difícil de ser manipulado, dado que os auditores externos têm condições de reconciliar o caixa com os extratos bancários e conseguem evidenciar possíveis fraudes (Petty & Ross, 2009; Deo, 2012; Deo, 2016). A onda de falências empresariais abarcada pela crise financeira de 2008 sinalizou para a comunidade empresarial que as decisões não devem ser tomadas tão somente pelas demonstrações contábeis tradicionais – resultado e balanço – mas em conjunto com a demonstração do fluxo de caixa (Deo, 2012). As medidas de fluxo de caixa fornecem informações sobre a capacidade da empresa em gerar dinheiro no curto e no longo prazo (Petty & Ross, 2009). Logo, o fluxo de caixa operacional é a principal evidênciação de geração e consumo de caixa das operações da companhia.

Investidores de mercado de capitais estão preocupados com a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuro e na criação de valor (Lopes & Martins, 2007). As estimativas dos fluxos de caixa possibilitam avaliar o valor da empresa refletido no preço de ações (Barth, Cram & Nelson, 2001). Não obstante, a companhia, quando objeto de avaliação, deve ser avaliada por sua riqueza expressa a valor presente, calculada a partir de fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa de atratividade que reflita o custo de oportunidade das fontes de financiamento (Ross, Westerfield & Jaffe, 2001).

Ainda que o FASB (1987) tenha apontado para a necessidade de foco no lucro calculado segundo o regime de competência em detrimento ao fluxo de caixa, o IASB (2008) menciona que deve-se levar em consideração a posição financeira, desempenho financeiro e o fluxo de caixa das entidades, pois isto auxilia os usuários na predição de fluxos de caixa futuros mais eficientes que o lucro.

Greenberg, Johnson e Ramesh (1986) encontraram maior poder preditivo de fluxos de caixa futuros no uso do lucro do que a demonstração de fluxo de caixa. Não obstante, Bowen, Burgstahler e Daley (1986) identificaram no cenário norte americano que o fluxo de caixa operacional é estatisticamente superior em prever fluxos de caixa futuros do que qualquer medida de lucro contábil ou outras medidas que envolvam caixa. Os estudos de Arnold, Clubb, Manson e Wearing (1991) no Reino Unido e de Percy e Stokes (1992) na Austrália, corroboram os achados de Bowen, Burgstahler e Daley (1986). Hendriksen e Van Breda (2009) afirmam que a confiabilidade nas predições que se baseiam em fluxos de caixa é maior do que aquelas apoiadas no lucro, mas não o descarta plenamente.

Finger (1994) também testou a capacidade preditiva de lucro e fluxos de caixa e concluiu que no curto prazo, o fluxo de caixa é mais eficiente. Já no longo prazo, as metodologias chegam a uma equivalência, o que, alinhado com Hendriksen e Van Breda (2009) e IASB (1992) permitem adotar uma postura mais sóbria e defender que tanto o lucro quanto o fluxo de caixa são úteis para os usuários estimarem os fluxos de caixa futuros da companhia, ou seja, a situação mais desejável é a miscigenação de ambos os conteúdos informacionais.

Percebe-se assim que a informação produzida pelo fluxo de caixa das operações é apreciada pelos usuários das informações contábeis, pelo mercado de capitais e auxilia na precificação de ativos e fixação dos preços de ações. Não obstante, nota-se também maior rigidez no que tange à manipulação da informação frente ao resultado econômico. No entanto, não se deve ignorar a informação econômica abrangida pela demonstração do resultado do exercício, dado que ela traz em seu conteúdo o desempenho da companhia no momento em que ocorreram os fenômenos econômicos, independentemente da sua realização. Deste modo, faz-se necessário alinhar a informação financeira, através do fluxo de caixa operacional e o conteúdo inserido no resultado econômico, através da demonstração de resultado, mas alinhar a esta última, a qualidade do resultado.

3. Metodologia

Compõe a amostra deste painel balanceado, empresas europeias que divulgaram as informações sobre remuneração executiva no período de 2008 a 2017, extraídos da base Thomson Reuters Eikon®, em dólar americano (US\$), tal que as companhias foram eleitas em função da disponibilidade de dados de todas as variáveis estudadas. A União Europeia compreende países que, juntos, estão entre as três maiores economias do mundo, ao lado de China e Estados Unidos. Em 2015, obteve um PIB na ordem de 14,6 trilhões de euros (Europa.eu, 2017). Em função de utilizarmos dados contábeis, a escolha do bloco econômico também se deu em função da adoção das normas internacionais padrão IFRS desde 2005:

TABELA 1 – Amostra

2008 à 2017	Empresas	Observações
Total de Empresas	854	8.540
(-) Empresas com <i>missing values</i>	483	4.830
(=) Amostra final para análise	371	3.710

Fonte: Os autores

A técnica econométrica aplicada ao estudo foi a análise de dados em painel, que contempla dados de corte transversal (i) relacionados com as características das organizações ao longo de uma série temporal (t) de 2008 a 2017, envolvendo tanto uma dimensão espacial quanto temporal. Preliminarmente foram realizados o teste de Heterocedasticidade, de Baum; o teste de Autocorrelação, de Wooldridge; e o teste de Multicolinearidade, que avalia a existência de relação linear entre as variáveis. Também foram executados os testes de Lagrange Multiplier (LM), proposto por Breusch e Pagan (1980), para teste da hipótese nula dos efeitos individuais não observáveis e avaliar o fato de serem relevantes para a explicação do modelo e posteriormente decidir entre os modelos pooled e o de efeitos aleatórios. Na sequência, foi realizado o teste de Hausman, para avaliar a correlação entre os efeitos individuais do intercepto.

A variável dependente testada foi a variação da remuneração total contra a variável independente fluxo de caixa operacional. Por variáveis de controle adotou-se o ativo total para tamanho, o retorno da ação como medida de desempenho e uma medida de efetividade e comprometimento das companhias junto às políticas de governança corporativa, desenvolvida pela Thomson Reuters Eikon®. Deste modo, o modelo proposto é:

$$\Delta CEOComp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 Retorno_{i,t} + \beta_4 Tam_{i,t} + \beta_5 Endiv_{i,t} + \beta_6 GC_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$\Delta CEOComp$: Variação na remuneração executiva total, da empresa i, no período t;

FCO : Fluxo de caixa operacional da empresa i, no período t;

Retorno: Retorno da ação da empresa i, no período t;

Tam: Tamanho da empresa i, no período t;

Endiv: Endividamento da empresa i, no período t;

GC: indicador de características de Governança Corporativa da empresa i, no período t.

Com o desenvolvimento do modelo, a pesquisa testou a hipótese “H1” que consiste em verificar se o executivo percebe remuneração adicional em função da geração de Fluxo de Caixa Operacional.

Adicionalmente, isolou-se da amostra apenas as empresas que apresentaram no período estudado o fenômeno de aumento da remuneração e redução do caixa, a fim de identificar quais fatores levam empresas a aumentarem a remuneração executiva ainda que o caixa tenha diminuído. Assim, testou-se a hipótese “H2” que consiste em verificar os fatores que levam ao

aumento de remuneração executiva quando há redução do fluxo de caixa operacional. Deste modo, foram testadas as seguintes variáveis como possíveis explicativas para o fenômeno. O modelo proposto é:

$$CEOComp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Retorno_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 ROA + \beta_5 Endiv_{i,t} + \beta_6 GC_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

CEOComp: Remuneração executiva total, da empresa i, no período t;

Retorno: Retorno da Ação da empresa i, no período t;

Tam: Tamanho da empresa medido através do LN do ativo total i, no período t;

ROA: Desempenho da empresa i, no período t, medido através do retorno sobre ativos;

Endiv: Endividamento da empresa i, no período t;

GC: indicador de características de Governança Corporativa da empresa i, no período t.

Murphy (1985) e Byrd, Parrino e Pritsh (1998) recomendam o uso de características das empresas nas análises, dadas suas implicações sobre os indicadores de retorno e possíveis conflitos de agência existentes.

4. Resultados

A pesquisa propõe-se a investigar acerca dos incentivos pagos aos executivos, por meio de remuneração, para geração de caixa operacional nas companhias abertas europeias. Deste modo, apresenta-se inicialmente na tabela 2 a seguir a estatística descritiva da amostra, que indica remuneração média anual de pouco menos de 34,7 milhões de dólares, com variação de até 1987 vezes entre a menor remuneração e a maior. Também apresenta a variação da remuneração que vai de 781 mil dólares a pouco mais de 59 milhões de dólares. Destaque para a variação mínima e máxima que, de um ano para o outro, pode atingir patamares negativos, ou seja, há reduções significativas na remuneração:

TABELA 2 - Estatística descritiva

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
CEO Comp	3.710	3,47e+07	5,32e+08	1005,791	2,40e+10
$\Delta CEOComp$	3.710	233242,7	6874892	-2,44e+07	2,67e+07
FCO	3.710	1,69e+09	2,73e+09	-7,37e+07	1,29e+10
Retorno	3.710	0,065125	0,401436	-0,832699	1,983550
Tam	3.710	22,96459	1,552396	20,46017	26,52224
Endiv	3.710	0,436208	0,241201	0,032346	0,923340
GC	3.710	55,20868	27,49992	5,503145	97,32143

Fonte: Os autores

4.1 Incentivos aos Executivos, por meio de Remuneração e Geração de Caixa

Posto isto, verificou-se a não violação dos pressupostos e especificações do modelo de regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO), conforme tabela 3 abaixo:

TABELA 3 - não violação dos pressupostos e especificações do modelo de regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO)

Teste	Finalidade do teste	Resultado		
		Valor Médio	Valor Máximo	Desejado
Shapiro-Wilk	Normalidade da distribuição dos dados	Distribuição Normal		P>0,05
Fator de Inflacionamento da Variância (VIF)	Colinearidade entre as variáveis	1,54	2,37	<10
Grau de tolerância (1/VIF)	Existência de multicolinearidade	0,93	0,98	>0,1
Breusch-Pagan-Godfrey	Verificar se há heterocedasticidade	Há heterocedasticidade		
White	Verificar se há heterocedasticidade	Há heterocedasticidade		

Fonte: Os autores

Também se procedeu com o teste robusto para diferenciação de interceptos de grupos e os testes de Breusch-Pagan e Hausman para verificar dentre os modelos de MQO, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, o que mais se adequa aos dados da pesquisa:

TABELA 4 - Teste para escolha do modelo

Teste robusto para diferenciar interceptos	Teste Breusch-Pagan	Teste de Hausman
H0 = MQO / H1 = EF	H0 = MQO / H1 = EA	H0 = EA / H1 = EF
F(5, 385) = 9,00	Qui-Quadrado (01) = 0,00	Qui-Quadrado (5) = 14,78
Prob > F = 0,000	Prob > chibar2 = 1,0000	Prob > chibar2 = 0,0113

Fonte: Os autores

De acordo com os dados, nota-se que o modelo mais adequado é o de efeitos fixos, rejeitando-se a hipótese nula a 5%. Em função da existência de heterocedasticidade apontada nos testes formais, foi utilizado o modelo de efeitos fixos com a técnica de regressão com erros-padrão robusto. Além do teste formal, o uso da técnica de efeitos fixos se justifica pois analisa os efeitos em cada empresa da amostra dado que a política de pagamento de remuneração executiva cabe a cada companhia.

TABELA 5 - Regressão com Efeitos Fixos e Erros-Padrão Robustos

	Coef.	Erro Padrão	t	P>t	Significância
Coeficiente	3,11e+07	1,10e+07	2,83	0,005	***
FCO	0,0003653	0,0001318	2,77	0,006	***
Desemp	1480475	293372,8	5,05	0,000	***
Tam	-1425727	478467,3	-2,98	0,003	***
Endiv	844756,2	1135428	0,74	0,457	
GC	14391,25	5231,738	2,75	0,006	***

Prob > F = 0.0000

R² = 0.0142

Significância: *** 0,01; ** 0,05; * 0,10.

Fonte: Os autores

Conforme apresentado na tabela 4, o modelo apresentou significância estatística a 1% para a variável explicativa FCO, desempenho, tamanho e governança corporativa. A variável de controle de endividamento não apresentou significância estatística. Segundo os achados, nota-se que a remuneração executiva varia US\$ 3,653 quando há fluxo de caixa operacional de cerca de US\$ 10.000,00. A relação num primeiro momento parece tímida. No entanto, a amostra

apresentou média do Fluxo de Caixa Operacional na ordem de 1,69 bilhões de dólares, o que proporciona ao executivo, em função da boa gestão do caixa, uma remuneração adicional de cerca de 600 mil dólares por ano. Dado que a amostra apresentou remuneração total média de quase US\$ 34,7 milhões, ainda que o acréscimo na remuneração seja pequeno, ele existe.

Os achados são tímidos frente à teoria, dado que o FCO é uma medida capaz de verificar o esforço do gestor para gerar caixa para a companhia (Dechow, 1994). Esta capacidade contribui para o aumento da riqueza do acionista, dado que o caixa gerado pela empresa não gera despesas de juros se aplicado em novos investimentos, o que reduz as despesas financeiras e aumenta o lucro líquido (Akono & Nwaeze, 2018). Ou ainda, o FCO pode ser aplicado em outros ativos e/ou atividades de investimento, com o propósito também de maximizar o resultado e consequentemente a riqueza do acionista, o que contribui para mitigar o problema de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Ainda, segundo o modelo, essa relação ocorre em empresas de menor porte, com ativo total menor, pois o modelo apontou para relação estatística significativa, porém negativa. Assim, o modelo permite inferir que quanto maior a empresa, menor a relação entre o aumento da remuneração executiva e a geração de caixa operacional na companhia. Os achados corroboram os estudos de Conyon (1997), Murphy (1998) e Funchal e Terra (2006).

4.2 O que leva Empresas com Redução de Caixa Operacional a Aumentar a Remuneração Executiva?

Procedeu-se então com a investigação para verificar os fatores que levam as empresas a promover aumento de remuneração executiva ainda que haja redução no caixa. Sumariamente, seguiram-se os testes estatísticos preliminares para não violação dos pressupostos da regressão, conforme tabela 6:

TABELA 6 - não violação dos pressupostos e especificações do modelo de regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO)

Teste	Finalidade do teste	Resultado		
		Valor Médio	Valor Máximo	Desejado
Shapiro-Wilk	Normalidade da distribuição dos dados	Distribuição Normal		P>0,05
Fator de Inflacionamento da Variância (VIF)	Colinearidade entre as variáveis	1,63	2,76	<10
Grau de tolerância (1/VIF)	Existência de multicolinearidade	0,93	0,98	>0,1
Breusch-Pagan-Godfrey	Verificar se há heterocedasticidade	Há heterocedasticidade		
White	Verificar se há heterocedasticidade	Há heterocedasticidade		

Fonte: Os autores

Também se procedeu com o teste robusto para diferenciação de interceptos de grupos e os testes de Breusch-Pagan e Hausman para verificar dentre os modelos de MQO, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, o que mais se adequa aos dados da pesquisa:

TABELA 7 - Teste para escolha do modelo

Teste robusto para diferenciar interceptos	Teste Breusch-Pagan	Teste de Hausman
H0 = MQO / H1 = EF	H0 = MQO / H1 = EA	H0 = EA / H1 = EF
F(6, 759) = 8,16	Qui-Quadrado (01) = 699,03	Qui-Quadrado (6) = 2,17
Prob > F = 0,000	Prob > chibar2 = 0,0000	Prob > chibar2 = 0,9031

Fonte: Os autores

Segundo os testes, o modelo que melhor se ajusta é o de dados em painel com efeitos aleatórios:

TABELA 8 - Regressão com Efeitos Aleatórios e Erros-Padrão Robustos

	Coef.	Erro Padrão	Z	P>z	Significância
Coeficiente	9,768366	1,019749	9,58	0,000	***
DesMerc	0,2205808	0,0412816	5,34	0,000	***
Tam	0,2441684	0,0443525	5,51	0,000	***
DesCont	2,943199	0,742465	3,96	0,000	***
Endiv	0,373413	0,1967437	1,90	0,058	*
GC	0,0025224	0,001215	2,08	0,038	**

Prob > F = 0.0000

R² = 0.2428 | Significância: *** 0,01; ** 0,05; * 0,10.

Fonte: Os autores

Os resultados apresentaram significância estatística para todas as variáveis. Com isso, o modelo não rejeita a hipótese de que a remuneração executiva em empresas que apresentam variação negativa do Fluxo de Caixa Operacional, remuneram seus executivos com base no retorno das ações no mercado. Esse fenômeno também é percebido no cenário norte americano (Jensen & Murphy, 1990) e no cenário brasileiro (Funchal & Terra, 2006).

Esse fenômeno, segundo o modelo, é percebido em empresas de maior porte corroborando os achados de Murphy (1998), Conyon (1997) e Funchal e Terra (2006), dada a relação positiva apresentada no modelo. Estas companhias também apresentaram desempenho positivo quanto ao Retorno sobre os Ativos.

Os achados se alinham com o que prediz a teoria da agência no tocante à assumpção de informações disponíveis ao público e também muito do que pode se chamar de informações privilegiadas, incorporadas ao preço das ações (Jensen & Meckling, 1976), dado que o desempenho de mercado foi medido pela variação do preço das ações de um ano para o outro. Ou seja, o mercado recebe as informações das companhias e as agrega no valor das ações. E por consequência, premia seus executivos através da remuneração com base nesta valorização.

Com significância a 10%, identificou-se que os executivos que assumem mais riscos, medido através do endividamento, recebem um prêmio por isso, conforme predito por Lev (1983), Natarajan (1996), Firth, Tam e Tang (1999), Kaveski; Vogt; Degenhart; Hein; Scarpin (2015). Este achado está alinhado com a premissa de que em grandes empresas existe maior risco em função do volume maior de ativos e negócios a serem geridos (Funchal & Terra, 2006), ainda que este último estudo tenha sido realizado em 2002 com empresas de quatro países (Argentina Brasil, Chile e México) que emitiram *American Depositary Receipts* (ADRs) nos Estados Unidos.

Apesar de ser utilizada como variável de controle, em ambos os modelos, a Governança Corporativa se fez presente. É possível inferir que em companhias em que há um maior comprometimento da diretoria quanto a elaboração e aplicação de boas práticas de governança corporativa, há um acréscimo na remuneração anual do executivo. Souza e Borba (2007) afirmam que compõe as boas práticas de governança corporativa o estabelecimento de procedimentos formais e transparentes para o desenvolvimento de políticas de remuneração e níveis salariais de executivos.

5. Considerações finais

Os estudos sobre remuneração executiva baseados na Teoria da Agência, concentraram seus esforços na relação entre remuneração e desempenho (Araujo & Ribeiro, 2017). No

entanto, quando tratado apenas o resultado da companhia, corre-se o risco de cair no problema do gerenciamento de resultados. De outro lado, o Fluxo de Caixa Operacional é mais difícil de ser manipulado, principalmente por não existir discricionariedade de *accruals* que impacte diretamente o caixa e as técnicas de auditoria empregadas, que consistem e validam as informações do Caixa. Deste modo, o estudo investigou a existência de incentivos aos executivos de companhias abertas europeias para geração de caixa operacional e também identificou os elementos que levam empresas a pagarem mais a seus executivos, ainda que estes apresentem Fluxos de Caixa Operacionais negativos.

O uso do FCO como medida de desempenho das ações dos executivos contribui para a determinação do pacote de remuneração. O estudo apresentou um acréscimo médio de 600 mil dólares na remuneração em função da geração de caixa operacional (FCO). Se o plano de remuneração prevê apenas a mensuração do desempenho pelo valor das ações, não consegue medir plenamente os esforços do executivo a favor da companhia, dado que o valor das ações sofre influência de outros fatores, micro e macro econômicos, que não refletem a ação de executivos, necessariamente (Coughlan & Schmidt, 1985; Akono & Nwaeze, 2018). Em outras palavras, o executivo tem pleno controle do fluxo de caixa das operações e pouca influência sobre o preço das ações, o que permite ao acionista medir o empenho do gestor na geração de caixa para a companhia, como sugerido por Dechow (1994).

Os resultados apontaram que o fenômeno ocorre em empresas de menor porte. Isto pois, Conyon (1997), Murphy (1998) e Funchal e Terra (2006), afirmam que empresas maiores buscam pelos melhores talentos e, a remuneração fixa é um atrativo para estes executivos. Admitem que existe uma regulação informal e competitiva no mercado para estabelecimento destes valores, baseados em pesquisas salariais e análises do segmento da companhia. Assim, o fato do fenômeno se apresentar em empresas de menor porte, sinaliza para o fato de estas empresas oferecerem remuneração baseada em geração de caixa. Quando analisadas as empresas em que houve caixa negativo e aumento da remuneração, identificou-se que a remuneração foi aumentada em função do retorno da ação no mercado. Este fenômeno ocorre em empresas de maior porte.

Assim, este contraditório apresentado nos dois modelos, levam para a reflexão de que, em companhias de menor porte, há uma preocupação de controle das ações dos executivos em função de uma melhor gestão do caixa e em empresas de maior porte, há uma preocupação voltada para os reflexos de suas ações no valor da companhia frente ao mercado.

No entanto, este contraditório é muito bem justificado pela teoria da agência. Jensen e Meckling (1976) afirmam que os preços dos títulos incorporam de forma imparcial as informações publicadas e informações privadas das companhias. A mesma teoria afirma que as empresas maiores possuem um capital mais pulverizado e, em pequenas companhias, há evidências de que o administrador participe do capital da empresa. Assim, admitir que o fluxo de caixa tenha maior influência sobre a remuneração executiva em menores companhias faz sentido, pois o acionista está mais próximo da administração da companhia e consegue monitorar mais adequadamente as ações do agente.

Por fim, o estudo aponta para níveis de remuneração maiores para executivos que adotam boas práticas de governança corporativa. Os achados corroboram os estudos de Souza e Borba (2007) e contrariam os achados de Benini, Bianchi, Machado e Menezes (2017). Tal diferença pode ser justificada em função do mercado em que estão inseridas as amostras: Segundo Souza e Borba (2007), mercados financeiros mais maduros tendem a ter a aplicação das boas práticas de governança corporativa mais enraizadas.

Os resultados contraditórios em relação ao prêmio por geração de caixa vs o retorno das ações no mercado de capitais, sugere investigação aprofundada observando estas características. Dada a limitação do estudo, recomenda-se em estudos futuros, que seja incluída

no modelo a variável de controle de composição acionária, se há ou não concentração acionária, ou ainda se a companhia apresenta características de empresa familiar ou não.

Referências

Akono, H.; Nwaeze, E. T. (2018): Why and how firms use operating cash flow in compensation, *Accounting and Business Research*, DOI: 10.1080/00014788.2017.1404441

Alcouffe, A.; Alcouffe, C. (2000). Executive compensation: setting practices in France. *Long Range Planning* 33, pp. 527-543. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301\(00\)00053-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301(00)00053-4)

Anderson, S.; Cavanahg, J.; Hartman, C. (2002). Executive excess 2002: CEOs cook books, skewer the rest of us. *United for a fair Economy*, Aug. 2002. Disponível em: <<http://www.faireconomy.org>>.

Araujo, J. A. O.; Parisi, C.; Silva, A. F.; Nakamura, W. T. (2014). Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da Instrução Normativa CVM 480. *Revista Brasileira de Contabilidade* 209; pp. 69-83.

Araujo, J., & Ribeiro, M. (2017). Trinta anos de pesquisa em Remuneração Executiva e Retorno para o Acionista. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11.

Araujo, J. A. O.; Ribeiro, M. S. (2018). CEO Compensation and Return to the Shareholder: An Empirical View From the Earnings Quality in The European Union. In: EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING. 41., 2018, Milan. Anais... Milan: EAA.

Arnold, A.J., C.D.B. Clubb, S. Manson and R.T. Wearing, (1991), "The Relationship between Earnings, Funds Flows and Cash Flows: Evidence for the UK, " *Accounting and Business Research*, 22 (85), pp. 13-19.

Baker, G. P.; Jensen, M. C.; Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: practice vs theory. *The Journal of Finance* 42(3); pp. 88-102. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>

Banker, R., and D. Datar. (1989). Sensitivity, precision and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27 (1): pp.20 – 39.

Barth, M. E.; Cram, D. P.; Nelson, K. K. (2001). *Accruals* and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, 76(1), pp. 27-58.

Benini, D. R., Bianchi, M., Machado, D. G., & Menezes, G. R. (2017). Governança corporativa e remuneração dos executivos: um estudo das empresas que compõem o índice Brasil 100 da BM&FBovespa. XIV Congresso USP de Iniciação Científica.

Bergstresser, D.; Philippon, T. (2006) CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80, pp. 511-529. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.10.011

Bowen, R.M., D. Burgstahler and L.A. Daley, (1986), Evidence on the Relationships. Between Earnings and Various Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, October 1986, pp.713-725

Breusch, T. S.; Pagan, A. R. (1980). The langrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies* 47(1), pp. 239-253. DOI: <https://doi.org/10.2307/2297111>

Bushman, R. M.; Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, pp. 237–333. DOI: doi=10.1.1.467.6157

Camargos, M. A.; Helal, D. H.; Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. Encontro Nacional De Engenharia De Produção, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 28.

Cheng, Q.; Farber, D. (2008). Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *The Accounting Review* 83(5), pp. 1217-1250. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.5.1217>

Clinch, G., and J. Magliolo. (1993). CEO compensation and components of earnings in bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1–3): pp. 241–72.

Canyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15(4), pp. 493-509. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(96\)01032-6](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(96)01032-6)

Canyon, M. J.; Gregg, P. (1994). Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks. *National Institute Economic Review* 149, pp. 83-92. DOI: <https://doi.org/10.1177/002795019414900107>

Canyon, M. J.; He, L. (2013). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics* 112(2), pp. 187-201. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>

Canyon, M. J.; Leech, D. (1994). Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56(3), pp. 229-247. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0084.1994.mp56003001.x>

Canyon, M. J.; Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal* 110(467), pp. 640-671. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1468-0297.00577>

Canyon, M. J.; Sadler, G. (2001). Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms. *International Journal of Management Reviews* 3(2); pp. 141-168. DOI: 10.1111/1468-2370.00060

Coughlan, A. T.; R. M. Schmidt, (1985), Executive compensation, management turnover, and firm performance, *Journal of Accounting and Economics* 7, pp. 43–66.

Dechow P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting *accruals*. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp. 3-42.

Deo, P. (2012). Cash Flow: Measures and Analytical Tools. *Advances in Financial Education*, 10(1&2), pp. 11-39.

Deo, P. (2016). Evaluating a cash flow statement. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 10 (1), pp. 22-42.

Elayan, F. A.; Jingyu, L.; Meyer, T. O. (2008). Accounting irregularities, management compensation structure and information asymmetry. *Accounting and Finance* 48, pp. 741-760. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2008.00266.x

Financial Accounting Standards Board (FASB). (1987). Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 95: Statement of cash flows. Norwalk, CT: FASB.

Finger, C., (1994), The ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow, *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.210-233.

Firth M., Tam M., Tang, M (1999). The determinants of top management pay. *The International Journal of Management Science* 3(2), pp. 617-635. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483\(99\)00021-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483(99)00021-3)

Funchal, J. A.; Terra, P. R. S. (2006) Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO NACIONAL DE PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO. 30., 2006, Salvador. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. pp. 1-16.

Greenberg, R., G. Johnson and K. Ramesh, (1986), Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Fall, pp. 266-277.

Hendriksen, E. S.; Van Breda M. F. (2009). Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas.

IASB. (1992). International Accounting Standards Board. International Accounting Standard nº 7. Cash flow statements.

IASB. (2008). International Accounting Standards Board. International Accounting Standard nº 1. Presentation of financial statements.

Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York 3(4), pp. 305-360. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M.; Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Chicago 98(2), pp. 225-264. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261677>

Jensen, M.; Murphy, K. J.; Wruck, E. G. (2004). Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them [*Working Paper* n. 44 / WEP. 2-117]. European Corporate Governance Institute, Bruxelas, Belgium.

- Kaveski, I. D. S. S.; Vogt, M.; Degenhart, L.; Hein, N.; Scarpin, J. E. (2015). Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. *Revista de Administração da Unimep* 13(2), pp. 100-116. DOI: <http://dx.doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v13n2p100-116>
- Krauter, E; Sousa, A. F. (2013). A Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro das Empresas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade* 7(3), pp. 259-273. DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Kumar, K., D. Ghicas, and V. Pastena. (1993). Earnings, cash flows and executive compensation: An exploratory analysis. *Managerial Finance* 19 (2): pp. 55–75
- Leone, M., (2004). Compensation and cash flow. CFO.com (January 21). Disponível em: <http://www.cfo.com/article.cfm/3011407?f=search>
- Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 5, pp. 31-48. DOI: 10.1016/0165-4101(83)90004-6
- Lopes, A.B.; Martins, E. (2007). Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas.
- Mills, J.R., & Yamamura, J.H. (2000). The Power of Cash Flow Ratios. *Journal of Accountancy*, 186(4), pp. 53-61.
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. *SSRN Electronic Journal*, v. 3b.
- Natarajan, R. (1996). Stewardship value of earnings components: Additional evidence on the determinants of executive compensation. *The Accounting Review* 71 (1): pp. 1–22
- Nwaeze, E. T., Yang, S. S. M., & Yin, Q. J. (2006). L'information comptable et la rémunération des chefs de la direction: Le rôle des flux de trésorerie d'exploitation en présence de bénéfices. *Contemporary Accounting Research*, 23(1), pp. 227-265. DOI: 10.1506/BUQJ-8KUQ-X2TF-K7T4
- Percy, M. and D.J. Stokes, (1992), Further Evidence on Empirical Relationships Between Earnings and Cash Flows, *Accounting and Finance*, 32(1), May, pp. 27-49.
- Perry, T., and M. Zenner. (2001). Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics* 63 (3): pp. 453–88.
- Petty, W., & Ross, J. (2009). Free Cash Flow, the Cash Flow Identity, and the Accounting Statement of Cash Flows. *Journal of Financial Education*, 35, pp. 41-55.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. (2001). Corporate finance. New York: McGraw-Hill.
- Souza, F. C.; Borba, J. A. (2007). Governança corporativa e remuneração de executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 18(2), pp. 35-48.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O lucro é muito utilizado como principal medida de desempenho atrelada à remuneração executiva. No entanto, esta prática pode ser problemática pois o executivo pode apresentar lucros anormais em períodos em que esta medida for base para sua remuneração. O uso de *accruals* discricionários pode conduzir a não apresentação de lucros persistentes. Assim, o estudo lançou mão do conjunto de variáveis de qualidade do resultado e o fluxo de caixa operacional como possíveis medidas de determinação do pacote de remuneração executiva.

Esta tese teve por objetivo identificar se a qualidade da informação contábil possui a capacidade de influenciar nos determinantes da remuneração executiva de companhias europeias para o período de 2008 a 2017. Para tal, o objetivo geral foi desdobrado em três objetivos específicos: i) investigar se a qualidade do resultado influencia o pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias; ii) investigar se há incentivos aos executivos, por meio de remuneração, de companhias abertas europeias para geração de caixa operacional e; iii) identificar os fatores que levam as companhias a aumentar a remuneração de executivos mesmo que haja situação de redução do caixa operacional e/ou fluxo de caixa operacional negativo.

O estudo buscou contribuir com as pesquisas sobre remuneração executiva e informações contábeis, utilizando a teoria da agência para analisar e interpretar a interação entre estes dois sistemas, com foco em empresas estabelecidas em países membros da União Europeia. Esta opção se deu em função da representatividade do bloco no cenário econômico mundial e principalmente, por utilizar-se de informações puramente contábeis e o bloco já apresentar sólida adoção das normas internacionais de contabilidade, o que permitiu maior comparabilidade e uniformidade nos dados coletados.

De modo geral, os resultados encontrados indicam baixa influência da qualidade da informação contábil nas políticas de remuneração executiva. Para cumprir com o primeiro objetivo específico, que era o de investigar se a qualidade do resultado influenciava no pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias, os resultados apontam para a não consideração de informações de qualidade do lucro como determinantes da remuneração executiva. Ao contrário, encontrou-se forte relação com o desempenho das ações no mercado acionário em detrimento à qualidade do resultado, como descrito a seguir.

Ao verificar a persistência do lucro, esperava-se encontrar relação positiva com a remuneração, mas não apresentou significância estatística. Este achado preocupa, pois, a

persistência do lucro tem característica preditiva para determinação de resultados futuros e, esta não relação, indica que a remuneração executiva não sofre influência de um indicador que garante ganhos no longo prazo.

Também a magnitude no uso de *accruals* que, segundo a teoria contábil, deveria apresentar relação negativa com a remuneração, dado que deveria ser premiado aquele executivo que menos se utiliza de *accruals* discricionários, vislumbrando o gerenciamento do resultado. No entanto, os resultados indicaram uma relação positiva, fato que corroborou estudos específicos anteriores e indica que os executivos lançam mão de *accruals* discricionários para gerenciar o resultado de curto prazo e garantir sua remuneração também no curto prazo.

Esta mesma impressão notou-se com a suavização dos resultados. Identificou-se remuneração adicional ao executivo que lança mão do gerenciamento do resultado para suavizar os resultados de períodos distintos, com o objetivo de alcançar a remuneração proposta com base nos resultados. Esta prática também tem foco no curto prazo e compromete a geração de resultados no longo prazo.

A pesquisa ainda buscou identificar se o reconhecimento tempestivo das perdas, uma característica que demonstra conservadorismo contábil por parte do executivo, influenciaria positivamente o pacote de remuneração. No entanto, esta variável não se mostrou significativa no modelo. Deste modo, o reconhecimento tempestivo de perdas não influencia a remuneração executiva.

Assim, os resultados da pesquisa respondem à primeira questão de pesquisa negativamente: não, a qualidade do resultado não influencia o pacote de remuneração oferecido aos executivos de companhias europeias para a amostra e períodos estudados.

Adicionalmente, buscou-se responder à segunda questão de pesquisa, que compreendia em verificar a existência de remuneração adicional ao executivo que gerou caixa operacional nas companhias europeias entre 2008 e 2017.

Com a investigação sobre o caixa, encontrou-se uma relação positiva entre a geração de caixa operacional e a remuneração executiva. A relação parece ligeiramente tímida, cerca de US\$ 3,653 de prêmio para cada US\$ 10.000 gerados em caixa operacional. No entanto, quando aplicado à média das variáveis apresentadas nas estatísticas descritivas, este valor gera um prêmio médio anual de cerca de US\$ 600.000. Assim, o estudo demonstra que há um incentivo

para geração de caixa a partir das atividades operacionais da companhia em detrimento a contratar empréstimos ou emitir ações no mercado. Deste modo, o estudo responde positivamente à segunda questão de pesquisa proposta: sim, existem incentivos aos executivos, por meio de remuneração, para geração de caixa operacional nas companhias abertas europeias na amostra e período estudado.

Por fim, verificou-se a terceira questão de pesquisa que consistiu em identificar os fatores que levaram empresas a pagar mais aos seus executivos, ainda que estes tenham consumido o fluxo de caixa operacional, e não gerado. Deste modo, isolou-se da amostra as empresas que em, pelo menos um dos períodos do estudo, apresentaram aumento de remuneração executiva e redução do caixa operacional.

Identificou-se como principal variável significativa para determinar a remuneração executiva, o retorno no preço das ações no mercado acionário. Deste modo, a pesquisa respondeu à terceira questão de pesquisa, tal que o retorno no preço das ações no mercado acionário é o principal determinante da remuneração executiva em empresas europeias que apresentaram redução de fluxo de caixa operacional, no período estudado.

Estudos anteriores indicam que a persistência de lucro e o reconhecimento tempestivo de perdas (TLR) são qualidades positivas que indicam perpetuidade do resultado. Por outro lado, magnitude de *accruals* e suavização de resultado, são características negativas, que comprometem a continuidade da companhia. De acordo com a teoria da agência, a remuneração é uma maneira de alinhar os interesses de acionistas e executivos, tal que, se o objetivo comum for a maximização do patrimônio de cada, os acionistas desenhariam pacotes de remuneração que estimulassem a persistência de lucro e o reconhecimento tempestivo de perdas e desmotivasse o uso de *accruals* e a suavização de resultados.

No entanto, os achados desta tese contrariam estas premissas teóricas: persistência e TLR não apresentaram relação estatística com a remuneração. Magnitude de *accruals* e suavização de resultados apresentaram significância, tal que magnitude de *accruals* bastante significativo, e com sinal positivo, fato este que permitem afirmar que os executivos fazem uso de *accruals* e suavização de resultados para receber mais. Em suma, a tese sugere que o executivo se utiliza de *accruals* discricionários, a companhia apresenta bom desempenho, a ação é valorizada e o gestor percebe incremento na remuneração. No entanto, a teoria contábil pressupõe que esta prática não se sustenta no longo prazo.

Deste modo, esta tese atestou que a remuneração executiva não sofre influência da qualidade da informação contábil e identificou que o pacote de remuneração executiva é fortemente determinado pelo retorno dos papéis no mercado acionário.

Esta tese visou contribuir com os estudos que investigam a remuneração executiva e seus determinantes. Voltou seus olhares para a relação da remuneração com dois elementos fundamentais que garantem a continuidade da companhia, que são a qualidade do resultado e a geração de fluxo de caixa operacional.

Como contribuição à teoria existente, o estudo identificou a relação do pacote de remuneração executiva com uma medida de desempenho de curto prazo que é o retorno da ação no mercado de capitais. O estudo testou quatro hipóteses com base em variáveis que medem a qualidade do resultado, e que refletem em melhores resultados no longo prazo. No entanto, nenhuma das hipóteses foi aceita. Quando a variável de retorno das ações foi inserida no modelo que investigou a geração de caixa operacional e a remuneração executiva, também apresentou relação positiva e significativa.

A implicação prática dos achados deste estudo contribui como um alerta aos investidores pois os pacotes de remuneração têm sido desenhados com base em resultados de curto prazo. Dado que os investimentos em ações são caracterizados por retornos mais de longo prazo, estes achados comprometem possíveis retornos de investimentos para um período de tempo maior. Os achados jogam luz à questão de gerenciamento de resultados por parte de executivos com o objetivo de ajustar os números contábeis de modo a beneficiar-se nos planos de remuneração de curto prazo.

O estudo limitou-se a buscar respostas nas quatro variáveis explicativas de qualidade do lucro e no fluxo de caixa operacional. A literatura com viés da sociologia que estuda a teoria da agência, atenta-se para o fato de o executivo ser humano e ter outras necessidades que não as financeiras, como desenvolvimento de carreira, construção da imagem, caráter e credibilidade, que não são captadas nas demonstrações contábeis, mas que podem ser identificadas através de instrumentos primários de pesquisa.

Assim, estudos futuros podem combina-las e adicionar outros indicadores de desempenho econômico-financeiro. Outra limitação está na análise da composição dos pacotes de remuneração. Nesta pesquisa, utilizamos o pacote total de remuneração executiva, sem distinguir entre remuneração variável e fixa, ou ainda pagamento através de *stock options*. Neste

sentido, estudos futuros podem investigar se há relação entre remuneração variável, fixa e total condicionada ao valor da ação e a magnitude dos *accruals*.

Também procurou controlar ambientes de governança corporativa, sistema legal e adoção de IFRS. No entanto, como a preocupação principal foi controlar IFRS em função das quatro variáveis de resposta serem de origem contábil, a amostra contemplou um único país de ordenamento jurídico *Common Law*. Deste modo, replicar o estudo em países com características diversas a estas, se torna interessante para a comparação dos resultados.

REFERÊNCIAS

- Abowd, J. M.; Kaplan, D. S. (1999). Executive compensation: six questions that need. DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w7124>
- Alcouffe, A.; Alcouffe, C. (2000). Executive compensation: setting practices in France. *Long Range Planning* 33, pp. 527-543. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301\(00\)00053-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301(00)00053-4)
- Bergstresser, D.; Philippon, T. (2006) CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80, 511-529. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.10.011
- Brunello, G.; Graziami, C.; Parigi, B.M. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization* 1(1), pp. 133-161. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187\(99\)00026-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187(99)00026-0)
- Burns, N.; Kedia, S. (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics* 79, p. 35-67. DOI: <https://doi.org/10.2469/dig.v36.n3.4211>
- Camargos, M. A.; Helal, D. H.; Boas, A. P. (2007). *Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras*. Encontro Nacional De Engenharia De Produção, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 28.
- Cheng, Q.; Farber, D. (2008). Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *The Accounting Review* 83(5), p. 1217-1250. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.5.1217>
- Canyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15(4), pp. 493-509. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(96\)01032-6](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(96)01032-6)
- Canyon, M. J.; Sadler, G. (2001). Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms. *International Journal of Management Reviews* 3(2); pp. 141-168. DOI: 10.1111/1468-2370.00060
- Dechow, P.; Ge, W.; Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50, p. 344-401. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1485858>
- Deo, P. (2016). Evaluating a cash flow statement. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 10 (1), p. 22-42.
- El Akremi, A.; Roussel, P.; Trepo, G. (2001). CEO compensation strategies: consequences on the structure and management of executive pay. *Working paper, HEC Paris*, nº. 741.
- Elayan, F. A.; Jingyu, L.; Meyer, T. O. (2008). Accounting irregularities, management compensation structure and information asymmetry. *Accounting and Finance* 48, 741-760. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2008.00266.x
- Elston, J. A.; Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency cost in Germany. *Journal of Banking & Finance* 27, pp. 1391-1410. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00274-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00274-1)

- Firth M., Tam M., Tang, M (1999). The determinants of top management pay. *The International Journal of Management Science* 3(2), pp. 617-635. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483\(99\)00021-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483(99)00021-3)
- Funchal, J. A.; Terra, P. R. S. (2006) Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO NACIONAL DE PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO. 30., 2006, Salvador. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. p. 1-16.
- Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economy* 10 (6), pp. 522-541. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261967>
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York 3(4), pp. 305-360. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M.; Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Chicago 98(2), pp. 225-264. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M.; Murphy, K. J. (2010). CEO incentives: it's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance* 22(1), pp. 64-76. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00262.x>
- Kato, T.; Kim, W.; Lee, J. H. (2005). Executive compensation, firm performance, and chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Discussion Paper Series*. Bonn, IZA DP, n. 1783. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.03.004>
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *Industrial & Labor Relations Review*, Cornell, 43 (3), pp. 13-S-29-S. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2523569>
- McKnight, P. (1996). An explanation of top executive pay: a UK study. *British Journal of Industrial Relations* 3(1), pp. 557-566. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8543.1996.tb00490.x>
- Miller, D. J. (1995). CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay. *Academy of Management Journal* 38(5), pp. 1361-1385. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/256861>
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7(1), pp. 11-42. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. *SSRN Electronic Journal*, v. 3b.
- Petty, W., & Ross, J. (2009). Free Cash Flow, the Cash Flow Identity, and the Accounting Statement of Cash Flows. *Journal of Financial Education*, 35, 41-55.
- Pukthuanthong, K.; Talmor, E.; Wallace, J. S. (2004). Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership & Control* 1(2), pp. 41-62. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-015-2962-0>

ANEXO A – Declaração. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade
Journal of Education and Research in Accounting
Revista de Educación e Investigación en Contabilidad

Periódico Trimestral, digital e gratuito publicado pela Academia Brasileira de Ciências Contábeis (Abracicon)

DECLARAÇÃO

Declaramos, para os devidos fins, que de acordo com as Políticas Editoriais da Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC) é permitida aos autores a reprodução dos artigos publicados na REPeC, desde reconheçam a publicação inicial nesta revista.

Declaração de Direito Autoral

Autores que publicam nesta revista concordam com os seguintes termos:

- a) Autores mantém os direitos autorais e concedem à revista o direito de primeira publicação, com o trabalho simultaneamente licenciado sob a Licença Creative Commons Attribution 3.0 Unported License, que permite o compartilhamento do trabalho com reconhecimento da autoria e publicação inicial nesta revista. Esta licença permite que outros distribuam, remixem, adaptem ou criem obras derivadas, mesmo que para uso com fins comerciais, contanto que seja dado crédito pela criação original.
- b) Não cabe aos autores compensação financeira a qualquer título, por artigos ou resenhas publicados na REPeC.
- c) Os artigos e resenhas publicados na REPeC são de responsabilidade exclusiva dos autores.
- d) Após sua aprovação, os autores serão identificados em cada artigo, devendo informar à REPeC sua instituição de ensino/pesquisa de vínculo e seu endereço completo.

Brasília, 21 de fevereiro de 2018.

Dr. Orleans Silva Martins
Editor Geral da REPeC