
RELAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO E DOS RISCOS OPERACIONAIS NA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADRs

Iago França Lopes¹
Valdirene Gasparetto²
Darci Schnorrenberger³
Rogério João Lunkes⁴

▪ Artigo recebido em: 20/05/2016 ▪▪ Artigo aceito em: 05/03/2018 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 14/03/2018

RESUMO

Este estudo objetiva identificar a influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs. Parte-se de uma pesquisa com 38 empresas no período de 2010 a 2015. Foi empregada a modelagem estatística de regressão com dados em painel pelo modelo dos Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos *Clusterizados*. Os resultados da pesquisa indicam que o desempenho financeiro tem a capacidade de influenciar na remuneração dos executivos. A maior implicação do estudo está na não significância da variável risco operacional e do seu efeito negativo na remuneração dos executivos. Contribuindo assim, para a pluralidade de cenários que já permeiam a questão estudada neste trabalho. Como resposta, espera-se maior atenção dos pesquisadores quanto à adoção e mensuração de variáveis pertencentes a um sistema social. Uma vez que, utilizar dados de arquivos para determinar a influência dos riscos operacionais na remuneração dos executivos é talvez mais adivinhação do que ciência. A pesquisa ainda evidencia a necessidade de integração do desempenho

¹ Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Endereço: Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade. CEP 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil. E-mail: iagofrancalopes@gmail.com. Telefone: +55 (41) 9154-0930.

² Doutora em Engenharia de Produção pela UFSC. Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Endereço: Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade. CEP 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil. E-mail: valdirene.gasparetto@ufsc.br. Telefone: +55 (48)3721-6512.

³ Doutor em Engenharia de Produção pela EPS/UFSC. Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Endereço: Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade. CEP 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil. E-mail: darisc@gmail.com. Telefone: +55 (48)3721-6634.

⁴ Pós-doutor pela Universidade de Valência, Espanha. Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Endereço: Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade. CEP 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil. E-mail: rogerio.lunkes@ufsc.br. Telefone: +55 (48)3721-6608.

financeiro e dos riscos operacionais na estruturação do sistema de remuneração de executivos, uma vez que todas essas construções conceituais da atualidade são concebidas para não serem medidas puras das variáveis, mas sim, para desenvolver *insights* no que concerne a geração de conhecimento. É válido destacar que, não se busca com o avanço da pesquisa, homogeneizar a triangulação remuneração - desempenho - risco, mas sim evoluir e contribuir para a ascensão da prática juntamente com os profissionais de mercado, professores, pesquisadores e discentes.

Palavras-Chaves: Remuneração de Executivos. Desempenho Financeiro. Riscos Operacionais.

RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL PERFORMANCE AND OPERATIONAL RISKS IN EXECUTIVE COMPENSATION IN BRAZILIAN COMPANIES WITH ADRs

ABSTRACT

This study aims to identify the influence of financial performance and operational risks on the executive compensation in the Brazilian companies with ADRs. This study was based on a sample of 38 companies from 2010 to 2015. It was used statistical modeling regression with panel data model using Random Effects with errors-Standard Robust Clustered. The results indicate that financial performance has the ability to influence executive compensation. The major implication of the study resides in the non-significant results of the operational risk variable and its negative effect on executive compensation. Thus, it contribute to the plurality of scenarios that already pervade the issue studied in this work. In response, we expect more attention from researchers on the adoption and measurement of variables in a social system. Since using the data files to determine the influence of operational risks on executive compensation is perhaps more guesswork than science. The research also demonstrates the need for integration of the financial performance and operational risks in the structure of executive compensation system, since all these conceptual frameworks nowadays are not conceive as pure measures of variables, but to develop insights concerning the knowledge development. It is valid to point out that we do not expect from the advance on research to homogenize the triangulation of compensation - performance - risk, but evolve and contribute to the rise of a practice with market professionals, teachers, researchers and students.

Key Words: Executive Compensation. Financial Performance. Operational Risks.

1 INTRODUÇÃO

Após a crise financeira global de 2008, a remuneração de executivos tem sido um assunto amplamente discutido em nível acadêmico e organizacional, à medida em que foram reveladas inadequações nos regimes de remuneração adotados em muitas organizações. Este cenário demonstrou que o executivo pode se beneficiar à custa do acionista e prejudicar a situação econômico-financeira da empresa no longo prazo (AURELI e SALVATORI, 2012). Dessa forma, a gestão de riscos passou das áreas funcionais periféricas da organização para o nível corporativo. Tal avanço ocorreu em meados da década de 1990, tangenciado pela racionalidade econômica, competitividade, meio ambiente, internacionalização dos mercados, escândalos de corrupção e fracassos de empresas (RASMUSSEN, 1997; FLORICEL e MILLER, 2001; RAHMAN e KUMARASWAMY, 2002; CHAPMAN e WARD, 2003; GIDDENS, 2003).

As medidas de remuneração mais usadas como incentivos para executivos são os planos de participação nos lucros/resultados e remuneração em opção de ações. Porém, elas são criticadas por privilegiarem o curto prazo (CARLON, DOWNS e GRAY, 2006; AURELI e SALVATORI, 2012). No entanto, um dos propósitos de tais medidas é reduzir o conflito de agência, o qual versa sobre um processo em que uma ou mais pessoas (principal) empregam outra(s) pessoa(s), (o(s) agente(s)), com o objetivo de executar alguma tarefa ou serviço a seu favor. Se as partes – principal e agente – agirem de modo a maximizar sua utilidade pessoal, existem razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do acionista (JENSEN e MECKLING, 1976).

A teoria da agência sugere que os gestores de topo, assim como outros funcionários, precisam ser motivados a atingir os objetivos organizacionais (PRATT e ZECKHAUSER 1985; FAMA 1980). Dado este tipo de interesse, Dixon, Hays e Stack (2004) inferem que as empresas e seus gestores mudam o foco para os resultados deixando de lado o processo organizacional, direcionando as organizações para o seguinte dilema: como adotar um sistema de remuneração que proporcione o cumprimento dos objetivos organizacionais ao invés de enfraquecer a organização?

Nesse contexto, a gestão de risco se apresenta como um aspecto contributivo para a melhor distribuição de responsabilidades organizacionais. Além disso, é uma prática viável para alinhar os interesses da alta administração aos objetivos organizacionais de longo prazo (GRAY e CANNELLA, 1997). A “gestão de riscos não consiste em atividade voltada à eliminação dos riscos, mas, sim, à sua identificação, mensuração e controle. E que dessa gestão, pode depender a continuidade dos negócios” (GUIMARÃES, PARISI e PEREIRA, 2006, p. 3). Em particular, uma vez que o risco é gerido e compartilhado pela alta administração e fortemente ligado aos objetivos estratégicos, reduz-se o conflito de interesse (JENSEN e MECKLING, 1976; AURELI e SALVATORI, 2012).

A relação entre remuneração, desempenho e risco tem sido estudada comumente sob as perspectivas da teoria da agência (CARR, 1997; GRAY e CANNELLA, 1997; BLOOM e MILKOVICH, 1998; AGGARWAL e SAMWICK, 1999; DEVERS *et al.*, 2007; TEIXEIRA *et al.*, 2011; AURELI e SALVATORI, 2012, PANDHER e CURRIE, 2013; VRETTOS, 2013). A característica desses estudos envolve observação do fenômeno a partir de um grupo de empresas, pesquisa quantitativa, em que os pesquisadores fazem uso de instrumentos estatísticos,

com coleta de dados a partir de fontes secundárias, e buscam estabelecer relações entre as variáveis de interesse. Este estudo se alinha a tais características, no entanto inova em relação às pesquisas de Carr (1997), Vrettos (2013) e Teixeira *et al.* (2011) na tipificação dos riscos operacionais e sua forma de mensuração, pois a partir da análise desta variável se criará um cenário para a discussão da influência do risco operacional e do desempenho financeiro na remuneração de executivos.

As pesquisas sobre remuneração, desempenho e risco ainda são embrionárias no Brasil, em função da dificuldade de acesso às informações e sugerem aprofundamento (TEIXEIRA *et al.*, 2011). No entanto, como visto na pesquisa de Silva e Chien (2013) e Fernandes e Mazzioni (2015), tal temática vem despertando interesse dos pesquisadores em função de alguns resultados contraditórios, motivando a realização de novas pesquisas para melhor entendimento da questão. Assim este estudo oferece para a área de pesquisa em contabilidade um novo olhar sobre o relacionamento entre remuneração, desempenho e risco, ao se abordar de maneira quantitativa o problema, reconhecendo o impacto do aspecto temporal na questão evidenciada, a qual é pouco divulgada no meio empresarial e acadêmico.

Aureli e Salvatori (2012) buscaram identificar qualitativamente a relação entre remuneração, desempenho e risco. Para tal, entrevistaram gerentes de recursos humanos e gerentes de gestão de riscos. As inferências dos autores direcionam para a necessidade de uma abordagem empirista tradicional e métodos quantitativos de análise para identificação de possíveis inter-relações entre as diferentes variáveis, a fim de obter resultados que possam ser generalizados e que apresentem uma direção para a magnitude de tal influência.

Teixeira *et al.* (2011) também realizaram entrevistas *in loco* e objetivaram compreender a relação entre o nível de risco da empresa e os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores. O estudo se concentrou em empresas do estado do Espírito Santo e demonstrou, a partir da aplicação da regressão logística, não existir associação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e o risco atribuído às empresas analisadas, contrapondo-se a resultados encontrados anteriormente (BEATTY e ZAJAC, 1994; MILLER, WISEMAN e GOMEZ-MEJIA, 2002).

Estende-se essas considerações as empresas brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) com ADRs, uma vez que este grupo de empresas pode contribuir para achados significantes. Em um primeiro momento, são empresas que buscam continuidade a partir de dois ambientes empresariais distintos. Segundo, atendem a Lei *Sarbanes-Oxley*, popularmente conhecida como SOX, que segundo Borgerth (2007, p.16), visa “restaurar o equilíbrio dos mercados por meio de mecanismos que assegurem a responsabilidade da alta administração de uma empresa sobre a confiabilidade da informação por ela fornecida”. A SOX recomenda que as empresas com ADRs adotem o modelo de gerenciamento de risco e controle interno do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO). O modelo COSO apresenta-se como um meio para o estabelecimento de uma sequência de eventos que devem ser observados na gestão de riscos das organizações, mas ele não

apresenta uma tipificação de riscos, apenas estabelece ambientes de controle, de acordo com os objetivos e as estratégias de cada empresa (ZONATTO e BEUREN, 2010).

Portanto, este estudo concentra-se em empresas brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) com ADRs, a fim de auxiliar na compreensão da relação entre remuneração de executivos, desempenho e risco em outros contextos. Surge dessa forma a seguinte questão-problema: qual a relação entre o desempenho financeiro e os riscos operacionais com a remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs? Assim, tem-se como objetivo identificar a influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs.

Inova-se em relação ao estudo de Aureli e Salvatori (2012), pois se analisam as variáveis do estudo em um contexto distinto, adotando instrumentos estatísticos, corroborando com a pesquisa qualitativa desenvolvida pelos autores. Além disso, a pesquisa cria novas lacunas de investigação em função do cenário contraditório envolvendo a temática remuneração de executivos. Em relação à pesquisa de Teixeira *et al.*, (2011), esta visa reforçar os achados dos autores a partir da adoção de análise de dados secundários e aplicação de regressão linear. Inova-se ainda na mensuração do risco operacional e o cenário de investigação é distinto, pois neste estudo investigam-se empresas brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) com ADRs.

Em um sentido amplo, procura-se contribuir para o escopo prático considerando a importância de se conhecer e gerenciar os mecanismos de remuneração de executivos frente ao desempenho financeiro e os riscos operacionais, pois a remuneração deve ser vista pelos gestores como um meio para minimizar o conflito de agência e impulsionar os executivos a tomar decisões, que se alinhem aos interesses organizacionais e conseqüentemente favoreçam a continuidade da empresa. No escopo teórico a pesquisa contribui para a literatura de contabilidade apresentando uma nova perspectiva no que tange à remuneração de executivos, desempenho financeiro e riscos operacionais. Tal perspectiva está tangenciada em compreender como a relação de tais variáveis pode corroborar para novos achados teóricos e práticos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Pesquisadores usam geralmente duas abordagens para explicar o nível de mudança na remuneração de executivos. O modelo neoclássico e algumas variações deste, como a teoria da agência, afirmam que a remuneração dos executivos é determinada pela rentabilidade. A visão gerencialista argumenta que o tamanho da empresa determina a remuneração dos executivos. Ambas as visões se concentram em co-movimentos de salário e incentivos com medidas de desempenho, tais como lucro, vendas, ativo total ou alguma combinação (CARR, 1997). No que tange o modelo "neoclássico", a teoria da agência prevê que a política de remuneração deve fornecer ao gestor (agente) incentivo para adotar e implementar ações em favor do proprietário (principal). Nesta situação, a política de remuneração é utilizada para alinhar os

objetivos estratégicos (objetivo do principal) com a utilidade esperada do agente (JENSEN e MURPHY, 1990; TSAI e YAMAMOTO, 2005; SILVA, MAZZION e BEUREN, 2012).

A teoria da agência enfatiza que a assimetria informacional cria um cenário que coaduna a um comportamento oportunista do agente favorecendo apenas os seus interesses pessoais, se comparado aos objetivos e estratégias organizacionais. Uma forma de mitigar a assimetria informacional e reduzir o conflito de interesse é a adoção de mecanismos de remuneração para executivos que os conduzam ao cumprimento dos objetivos organizacionais e, ainda, de métricas que alinhem desempenho e risco encorajando-os a tomar decisões cada vez mais rápidas, criativas e eficientes (JENSEN e MECKLING, 1976).

2.1 Remuneração de Executivos

Camargos, Helal e Boas (2007) expõem que o tema remuneração de executivos tem sido estudado pelas pesquisas acadêmicas a partir de três perspectivas: montante (excessivo ou não), tipo (variável, fixa, pacotes de incentivos, entre outros.) e se existe relação com o desempenho da empresa. Essa temática tem recebido atenção por parte da academia e dos profissionais de mercado em função dos escândalos corporativos envolvendo organizações americanas, estas por sua vez, eram consideradas economicamente rentáveis e com potencial de continuidade relevante. Esses escândalos estavam intimamente relacionados à política de remuneração adotada pelas organizações, que em muitos casos o executivo sacrificava o direito do acionista em função de benefícios próprios (CAMARGOS, HELAL e BOAS, 2007; AURELI e SALVATORI, 2012).

A remuneração de executivos refere-se a um dos sistemas mais importantes e complexos da administração de recursos humanos, esta pode ser financeira e/ou não-financeira (AURELI e SALVATORI, 2012; KRAUTER, 2013). A remuneração financeira são contrapartidas econômicas e/ou financeiras pagas ao trabalho realizado pelo empregado. “Pode ser dividida em remuneração direta e indireta. O primeiro tipo refere-se ao montante total em dinheiro recebido pelo colaborador, em contrapartida ao trabalho realizado. Inclui a remuneração fixa e a remuneração variável” (KRAUTER, 2013, p. 261).

A remuneração fixa refere-se ao valor estabelecido em contrato, e está relacionado às funções e a posição ocupada pelo indivíduo na empresa (KRAUTER, 2013). Já a remuneração variável “é vinculada a metas de desempenho dos indivíduos, das equipes ou da organização. Inclui a participação nos lucros e a remuneração por resultados” (WOOD JR. e PICARELLI FILHO, 1999, p. 46). A remuneração variável está internalizada em muitas organizações há tempos, fato reconhecido mundialmente. Há países em que mais de 50% do salário é composto por remuneração variável. No entanto, apenas em 2000 no Brasil sua regulamentação ocorreu a partir da Lei nº 10.101, de 19 de dezembro de 2000, que dispõe sobre a participação dos empregados nos lucros ou resultados da empresa (formas de remuneração variável) (BRASIL, 2000).

A Lei nº 10.101, de 19 de dezembro de 2000 regula a participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa como instrumento de integração entre o capital e o trabalho e como incentivo à produtividade (BRASIL, 2000). A mesma afere que a participação nos lucros ou resultados será objeto de negociação entre a empresa e seus empregados, escolhidos pelas partes de comum acordo, mediante as escolhas a seguir: (i) comissão paritária escolhida pelas partes, integrada, também, por um representante indicado pelo sindicato da respectiva categoria; e (ii) convenção ou acordo coletivo.

A remuneração indireta são benefícios relacionados ao trabalho realizado, como assistência odontológica, seguro de vida, entre outros. Seu objetivo é oferecer segurança e conforto (DUTRA, 2002). No entanto, é válido destacar que há outras formas de remuneração que compõem o pacote de benefícios econômicos, financeiros e sociais concedidos ao funcionário. Para Marras (2002) e Nascimento (2001) esses benefícios denominam-se de remuneração estratégica, caracterizando-se como uma forma de compensar os empregados de uma empresa que se destacaram dos demais em um determinado período.

Este sistema de remuneração tem como premissa recompensar o trabalhar com base no seu desempenho e outros três fatores primordiais, como conhecimentos, habilidades e atitudes. Por meio desses três fatores, o indivíduo é avaliado pela organização, que lhe recompensará quando sua contribuição for positiva a partir do sistema de remuneração estratégica, proporcionando um ganho maior no seu salário em alguns períodos do ano (GHENO e BERLITZ, 2011).

2.2 Desempenho Financeiro

Mensurar o desempenho e preparar a organização para ambientes altamente competitivos tem recebido a atenção mais intensa nos últimos anos. (MACEDO, SANTOS e SILVA, 2008). “O desempenho pode ser captado por diferentes formas, quais sejam: com base em informações contábeis, com base em valores de mercado, combinando informações contábeis e de mercado, combinando valores monetários e não monetários” (OYADOMARI, 2008, p. 19). Venkatraman e Ramanujam (1987) descrevem o construto desempenho financeiro em duas dimensões diferentes: crescimento e rentabilidade. Cada uma dessas dimensões pode ser operacionalizada por um ou mais indicadores. A rentabilidade, por exemplo, pode ser medida por indicadores como retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre ativo (ROA) e retorno sobre investimento (ROI). O crescimento pode ser dimensionado por indicadores como aumento das vendas, aumento do lucro por ação, aumento dos dividendos por ação, entre outros.

O ROE evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa, ou seja, mede a rentabilidade sobre os recursos líquidos e sobre os recursos efetivamente investidos (KASSAI, SANTOS e ASSAF NETO, 2005; WERNKE, 2008). Carr (1997) mensura o desempenho a partir do ROE, e afirma que é uma medida convencional de desempenho e que indiretamente investiga o papel do conselho da administração e a atitude destes frente aos interesses dos acionistas. Por outro lado, Oyadomari (2008, p. 21) afirma que uma das

principais limitações do ROE é quando a “empresa vem de sucessivos prejuízos, o que pode gerar elevadas taxas de retorno posteriores nos períodos em que o patrimônio líquido é sensivelmente reduzido; outra ressalva deve ser observada quando a empresa está em fase inicial do ciclo de vida”.

O lucro por ação e dividendos por ação são medidas de desempenho comumente enfatizadas nas pesquisas sobre remuneração, principalmente em território nacional (FUNCHAL e TERRA, 2006; CAMARGO, HELAL e BOAS, 2007; SILVA, MAZZIONI e BEUREN, 2012; FERNANDES e MAZZIONI, 2015). O primeiro indicador ilustra o benefício auferido por ação emitida pela empresa, ou seja, o resultado líquido obtido em determinado período. A quantidade de ações emitida pode ser determinada pelo número de ações que compõem o capital social da companhia ao final do exercício social, ou em função de sua quantidade média calculada no período (PIAZZA, 2010; PINHEIRO, 2014). Já o segundo, mostra quanto cada ação rende em reais, embolsados pelo proprietário das ações, ou seja, quanto do lucro distribuído aos acionistas cabe a cada ação da empresa (MATARAZZO, 2010), assim o “resultado básico por ação é calculado dividindo-se o lucro ou prejuízo atribuível aos titulares de ações ordinárias da companhia (o numerador) pelo número ponderado de ações ordinárias em poder dos acionistas (excluídas as mantidas em tesouraria) (o denominador) durante o período” (CPC, 41, 2010, p. 1070).

Conforme Oyadomari (2008, p. 21) “a principal tarefa da administração financeira [...] é a de maximizar o valor de mercado para o possuidor das ações e estabelecer um fluxo de dividendos compensador”. Os acionistas são os mais interessados em acompanhar o desempenho da empresa, uma vez que se busca acompanhar o retorno do investimento que foi feito, analisando se foram superiores as alternativas ou se ultrapassaram as taxas de rendimento do mercado financeiro (WERNKE, 2008).

Para fins desta pesquisa, o desempenho financeiro compreende: (i) retorno sobre ativo (ROA), (ii) retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), (iii) lucro por ação (LPA) e (iv) Dividendos por Ação (DPA). Esses indicadores de desempenho financeiro tangenciam a rentabilidade e o crescimento da empresa, reconhece-se, portanto que os mesmos apresentam limitações por serem medidas que privilegiam apenas aspectos financeiros.

2.3 Risco Operacional

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007, p. 11) expõe que “o termo risco é proveniente da palavra *risicu* ou *riscu*, em latim, que significa ousar (*to dare*, em inglês). Teixeira *et al.* (2011, p. 28), com base nas ideias de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), esclarecem que “o verdadeiro risco de qualquer investimento é representado pela parcela inesperada do retorno, resultante de surpresas que podem advir durante o processo”. As tipificações de risco mais comuns na literatura são riscos de: mercado, crédito, câmbio, operacionais e legais; contudo, inerente às operações se encontra o risco operacional.

Segundo Duarte Jr. (2001, p. 4), o risco operacional está relacionado com uma “organização ineficiente, administração inconsistente e sem objetivos de

longo prazo bem definidos, fluxo de informação interna e externa deficiente, responsabilidades mal definidas, fraudes, acesso a informações internas por parte de concorrentes, etc.", ou seja, "o risco operacional representa a chance de que as operações sejam ineficientes ou ineficazes ao executar o modelo de negócios da empresa, ao satisfazer as necessidades dos clientes, ao atender a requisitos de qualidade, custo e desempenho" (DELOACH, 2001, p. 226).

Estudos nacionais como os de Zonatto e Beuren (2010), Teixeira *et al.* (2011) e Klann, Kreuzberg e Beck (2014) apresentam contribuições significativas para a temática gestão de riscos. Por exemplo, Zonatto e Beuren (2010) e Klann, Kreuzberg e Beck (2014) reforçam as tipificações de riscos mais mencionadas na literatura e a forma com que estas são evidenciadas nos relatórios financeiros das empresas, enquanto Teixeira *et al.* (2011) constataram em uma amostra de 140 empresas do Espírito Santo, que não há relação entre o risco das empresas e o fato das mesmas oferecerem incentivos gerenciais aos gestores, considerando como *proxy* para risco o resultado líquido das empresas.

No escopo internacional, estudos (CARR, 1997; BLOOM e MILKOVICH; 1998; AURELI E SALVATORI, 2012) tratam a variável risco operacional de forma distinta. Carr (1997), por exemplo, operacionaliza tal variável a partir da volatilidade do retorno das ações, calculado por meio do desvio padrão mensal dos retornos diários, em um estudo conduzido com 31 empresas de pequeno porte. Bloom e Milkovich (1998) mensuram o risco de duas formas: variação do retorno sobre ativo (ROA) e variabilidade no mercado de ações da empresa (RET), duas medidas que apontam mudanças no mercado global das organizações, enquanto Aureli e Salvatori (2012) realizaram pesquisa qualitativa, a partir de entrevistas, com vistas a conhecer o processo de gestão de risco e remuneração a partir de uma perspectiva descritiva.

É possível inferir que há diversas formas de operacionalizar a medida risco. Autores como Klann, Kreuzberg e Beck (2014, p. 78) apontam que "a gestão de risco está relacionada às particularidades de cada organização, sendo que os tipos de riscos podem se modificar de acordo com a classificação setorial das empresas", logo, não há consenso na literatura quanto aos riscos corporativos que as empresas estão expostas.

Neste estudo o risco operacional é mensurado por meio do coeficiente de variação do fluxo de caixa operacional (Risco Operacional = desvio padrão dos fluxos de caixa operacional / fluxo de caixa médio do período), a partir da adoção desta forma de mensuração do risco tem-se como proposta a compreensão integral do fenômeno e a gestão integral desta variável social.

2.4 Estudos Similares

Apesar de não haver consenso, Murphy (1985) argumenta que existe uma relação positiva entre desempenho da companhia e remuneração dos executivos. Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) defendem que tal relação não é tão forte como se esperava originalmente. Estudos abrangentes do modelo neoclássico sobre remuneração de executivos foram levantados. A importância desse levantamento está no alinhamento com as variáveis utilizadas nesta pesquisa e consequentemente sustentam o objetivo da mesma.

Carr (1997) examina os efeitos das variáveis de desempenho sobre a remuneração dos executivos. Os resultados da pesquisa indicam que as medidas de desempenho organizacional, tais como vendas, rentabilidade (medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido) e o risco (medido pela volatilidade do retorno das ações calculada por meio do desvio padrão mensal dos retornos diários), desempenham papel significativo na explicação da remuneração dos executivos. O estudo analisa 31 empresas, com recorte temporal de seis anos, sendo os dados coletados a partir da base de dados Compustat. Para análise dos dados aplicaram modelagem estatística de dados em painel pelo modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários ou Teste de *Pooled Ordinary Least Squares*.

Gray e Cannella (1997) investigaram o papel do risco na remuneração dos executivos, e a amostra constituiu-se de 100 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York no período entre 1980 e 1989. Consideraram a remuneração total e a variável risco foi oriunda do modelo de precificação de ativos financeiros (MPAF), mais conhecido mundialmente pela sigla em inglês CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), utilizado em finanças para determinar a taxa de retorno teórica apropriada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado perfeitamente diversificada. Os resultados apontam que os executivos em empresas de alto risco recebem menor remuneração do que aqueles em empresas de menor risco. Com esses resultados os autores afirmam que se as empresas de alto risco realmente fornecem níveis mais baixos de remuneração a seus executivos, decorrente dessa característica, as empresas devem enfrentar dificuldades em atrair e reter os melhores executivos. Por fim, o estudo evidencia que há três características a serem consideradas na elaboração de contratos com executivos, a saber: (i) nível de remuneração, (ii) quantidade de risco pessoal para o executivo no arranjo empresarial e (iii) medidas de incentivos de longo prazo (GRAY e CANNELLA, 1997).

Bloom e Milkovich (1998) examinaram a influência do contexto de negócios sobre as relações entre pagamento de incentivos, riscos e desempenho da empresa. Nesse estudo o risco foi mensurado de duas maneiras: variação do retorno sobre ativo (ROA) e variabilidade no mercado de ações da empresa (RET), duas medidas que apontam mudanças no mercado global das organizações. Os resultados indicam que o risco da empresa está negativamente relacionado ao pagamento de incentivos e positivamente relacionado com o salário base. Além disso, os incentivos foram negativamente relacionados com o desempenho em empresas de alto risco. Concluíram que quando o risco do negócio é muito alto, pagamento de incentivos não é adequado e pode incentivar os gestores a assumir riscos menores.

Rajgopal e Shevlin (2002) examinaram a relação entre opção de ações e risco, em empresas de petróleo e gás. Especificamente, testaram se as opções de ações incentivavam os executivos a assumir risco, medido por meio do coeficiente de variação nos fluxos de caixa operacional futuros descontados a partir das atividades de exploração realizadas no período. Concluíram que o mecanismo de opções de ações corroborou para o aumento da exploração de petróleo e gás, e que tal atividade é arriscada e propensa a sucesso e insucesso no seu desenvolvimento.

Camargos, Helal e Boas (2007) fazem uma análise da relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto com ADRs. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado do ano de 2005, de 29 empresas brasileiras. O modelo utilizado para identificar os fatores determinantes da remuneração dos executivos foi uma regressão múltipla, precedida pelo método dos MQOI. Por meio do modelo é apresentado que o lucro por ação apresentou significância estatística a 1% e com o sinal do *beta* sendo positivo, sinalizando que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos das empresas pesquisadas com o seu desempenho financeiro. O cenário criado por Camargos, Helal e Boas (2007) coaduna para o uso de dados em painel com vistas a analisar as variáveis a partir de uma dimensão temporal.

Vrettos (2013) examina, a partir de duas perspectivas, as variáveis de desempenho e remuneração. Primeiro, se as medidas de desempenho relativas à remuneração de executivos são usadas para fornecer incentivos aos gestores para aumentar ou reduzir a concorrência estratégica em empresas localizadas em ambientes oligopolistas e, segundo, investiga se o uso de medidas de desempenho relativas à remuneração de executivos conflita com o cumprimento dos objetivos estratégicos e a redução dos riscos organizacionais. Para tal, investiga-se o setor aéreo nos Estados Unidos da América e evidencia que o papel das medidas de desempenho contábeis na remuneração de executivos é influenciado não só pela necessidade de mitigar os efeitos das assimetrias de informação entre proprietário de uma empresa e gerentes, mas também pela necessidade de comprometer os gestores de uma empresa a um comportamento estratégico no mercado.

Muitas questões são levantadas pelos estudos destacados nesta seção. No entanto, não existe consenso entre os mesmos a respeito da significância das variáveis ou, em se tratando dos estudos empíricos, da magnitude das variáveis dentro das relações verificadas. Assim, com vistas a contribuir com este cenário, na próxima seção são apresentados os procedimentos metodológicos, o detalhamento da população-amostra, a operacionalização das variáveis investigadas e o modelo estatístico adotado para esta pesquisa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O delineamento da pesquisa é caracterizado de cunho descritivo, efetuado por meio de pesquisa documental, com abordagem predominantemente quantitativa. Assim nesta pesquisa, busca-se conhecer um processo social e também as relações estabelecidas entre as variáveis estudadas. Este processo envolve a relação do desempenho financeiro e dos riscos operacionais com a remuneração de executivos (MARTINS e THEÓPHILO, 2007).

A partir de uma série histórica o estudo analisa dados econômico-financeiros e de cunho documental referente à remuneração dos executivos das companhias com ADRs. O período analisado compreende de 2010 a 2015, pois a partir de 2010 as companhias abertas passaram a emitir o Formulário de

Referência previsto no art. 24 da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 480, que tem por objetivo concentrar as principais informações referentes à empresa, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas e remuneração dos executivos (CVM, 2009).

3.1 População e Amostra da Pesquisa

A população desta pesquisa compreende as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) com ADRs, totalizando 43 empresas. No entanto, foram excluídas as empresas de cunho financeiro (4) e também as que não apresentaram dados em parte do período analisado (1), assim, a amostra do estudo compreende 38 empresas como indica o Quadro 1.

Quadro 1 – Organizações Pesquisadas

ID	Empresa	ID	Empresa
1	AES Tietê	20	lochpe Maxion
2	AmBev	21	JBS
3	Braskem	22	Klabin
4	BRF Foods	23	MMX
5	Cemig	24	Oi
6	CESP	25	Pão de Açúcar
7	Cielo	26	PDG Realty
8	Copel	27	Petrobras
9	Cosan	28	PRUMO Logística
10	CPFL Energia	29	Rossi Residencial
11	CSN	30	Sabesp
12	Cyrela Brasil	31	Suzano Papel e Celulose
13	Eletrobrás	32	Telefônica Brasil
14	Embraer	33	TIM Participações
15	Fibria Celulose	34	Tractebel Energia
16	Gafisa	35	Transmissão Paulista
17	Gerdau	36	Ultrapar Participações
18	Gol	37	Usiminas
19	Hypermarcas	38	Vale

Fonte: Elaboração própria

Para a seleção deste grupo de empresas partiu-se de uma perspectiva normativa, pois essas empresas possuem o compromisso quanto à obrigatoriedade de divulgação de informações financeiras atendendo a legislação nacional, “possuem compromisso com a transparência e

responsabilidade das informações prestadas ao público e, portanto, tendem a transmitir maior confiabilidade” (KLANN, BEUREN e HEIN, 2009, p. 165). Outro aspecto normativo é que, empresas com emissão de ADRs em bolsa norte-americana são obrigadas a atender a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), “considerada uma das mais rigorosas regulamentações a tratar de controles internos, elaboração de relatórios financeiros e divulgação já impostas às companhias estadunidenses” (OLIVEIRA e LINHARES, 2006, p. 1).

Outro fator que favorece a escolha deste grupo de empresa são as suas características expansionistas e suas necessidades de maior volume de capital do que as empresas que apenas negociam no mercado brasileiro. Buscam também, maior visibilidade, liquidez, atratividade e rentabilidade. Em contrapartida, necessitam de mais transparência e profissionalismo na sua gestão o que pressupõe e/ou requer profissionais mais preparados para lidar com outros mercados financeiros.

Finalmente, o grupo de empresas escolhido é alinhado ao objetivo de pesquisa, o qual busca identificar a influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs. Esse alinhamento parte do pressuposto que empresas que emitem ADRs atendendo as recomendações do COSO, possuem a gestão de risco institucionalizada. Assim fortalecendo a fidedignidade dos dados e conseqüentemente dos resultados, os quais são encontrados na pesquisa.

3.2 Operacionalização das Variáveis

As variáveis e suas formas de mensuração são descritas no Quadro 2. Tais variáveis foram coletadas no *Software Economática*® e no Formulário de Referências das empresas em estudo.

Quadro 2 - Constructos da Pesquisa

Variável		Sigla	Forma de Mensuração
Variáveis Explicativas			
Desempenho Financeiro	Retorno sobre ativo	ROA	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	ROE	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	Lucro por Ação	LPA	$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações}}$
	Dividendos por Ação	DPA	$DPA = \frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Número de Ações}}$
Risco Operacional	Coeficiente de variação do fluxo de caixa operacional	RO	$Risk = \frac{\text{Desvio Padrão dos Fluxos de Caixa Op.}}{\text{Fluxo de Caixa Médio do Período}}$
Variáveis de Controle	Tamanho	TAM	Log do Ativo Total

	Controle Acionário	CA	1 – Privado; 0 – Outros
	Endividamento	ENDIV	$ENDIV = \frac{Passivo\ Circ. + Passivo\ \tilde{N}\ Circ.}{Ativo\ Total}$
	Big Four	BF	1 – Empresa Auditada por Big Four; 0 – Empresa Não Auditada por Big Four
	Valor de Mercado	VM	Quantidade de Ações * Valor da Ação
Variável dependente			
	Remuneração Total média (RTm)	RTm	$Log\ RTm = \frac{Remuneração\ Total}{N^{\circ}\ de\ Membros}$

Fonte: Adaptado de Funchal e Terra (2006); Camargo, Helal e Boas (2007) e Fernandes e Mazzioni (2015)

Os dados coletados referem-se ao período de 2010 a 2015. Esses dados foram organizados no software Microsoft Office Excel®. Neste software, com o auxílio de pacotes estatísticos, operacionalizaram-se as variáveis conforme descrito no Quadro 2.

3.3 Modelo Estatístico

A análise de dados foi realizada a partir de regressão com dados em painel, processadas no software Stata® versão 13.0. Os modelos de regressão para dados em painel “são cada vez mais utilizados em diversas áreas do conhecimento, visto que muitos dados de indivíduos estão disponíveis não para um único instante de tempo (uma única *cross-section*), mas em vários períodos de tempo (várias *cross-section*)” (FÁVERO, 2015, p. 261).

A interação das características que compõem este estudo é mensurada conforme expresso na Equação 1. Os resultados desta equação guiarão para a análise de dados deste estudo e para o alcance do objetivo da pesquisa.

$$LogRTm_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 LPA_{i,t} + \beta_4 DPA_{i,t} + \beta_5 RO_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \beta_7 CA_{i,t} + \beta_8 ENDIV_{i,t} + \beta_9 BF_{i,t} + \beta_{10} VM_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Após este processo, aplicaram-se regressões com os teste F de Chow, Breusch-Pagan e de Hausman. Esses testes são utilizados para a definição do melhor modelo de dados em painel (POLS – *pooled ordinary least squares*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Entre o POLS e o modelo de efeitos fixos, utiliza-se o teste de Chow (1960), que segundo Wooldridge (2003) com base nos trabalhos de Fávero (2015) representa um teste F que pode ser utilizado para determinar se os parâmetros da função de regressão múltipla diferem entre si. As hipóteses do teste de Chow são: H_0 = os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* (POLS) e H_1 = os interceptos são diferentes para todas as *cross-sections* (efeitos fixos).

Para a verificação da adequação dos parâmetros do modelo para efeitos aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo estimado por

mínimos quadrados ordinários (POLS), pode se aplicar o teste de *Breusch-Pagan*, cuja estatística apresenta uma distribuição Qui-quadrada com 1 grau de liberdade (FÁVERO, 2015). Assim as hipóteses do teste de *Breusch-Pagan* são: H_0 = a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (POLS) e H_1 = a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).

O teste de *Hausman* (1978), por fim oferece ao pesquisador uma possibilidade de decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (FÁVERO, 2015). Logo as hipóteses para o Teste de *Hausman* são: H_0 = modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios) e H_1 = modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

Assim, a Tabela 1 apresenta os resultados deste teste que confirmam a adoção de um modelo com dados em painel que melhor se enquadra ao conjunto de dados agrupados neste estudo.

Tabela 1 – Definição do Melhor Modelo: Testes

Teste		Significância	Hipóteses	Modelo Indicado
<i>F de Chow</i>	$F = 21,44$	0,000	Rejeita H_0	Efeitos Fixos
<i>Breusch-Pagan</i>	$X^2 = 298,97$	0,000	Rejeita H_0	Efeitos Aleatórios
<i>Hausman</i>	$X^2 = 8,44$	0,586	Aceita H_0	Efeitos Aleatórios
Modelo Indicado				Efeitos Aleatórios

Fonte: Dados da Pesquisa

A partir da análise da Tabela 1, pode se afirmar que o teste F de *Chow* apontou que não há adequação ao modelo de POLS ao modelo de efeitos fixos, o que resulta na rejeição de H_0 . Já o resultado do teste de *Breusch-Pagan* o qual avaliou a adequação do modelo de efeitos aleatórios ao modelo de POLS sugere a rejeição de H_0 , uma vez que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios). Finalmente o teste de *Hausman* indica a aceitação de H_0 , este teste verificou a adequação do modelo de efeitos aleatórios ao modelo de efeitos fixos. Assim, os resultados dos testes indicam que o melhor modelo, o qual fornece estimativas de parâmetros mais confiáveis é o modelo de efeitos aleatórios. Logo, optou-se pela realização da regressão de dados em painel pelo modelo dos efeitos aleatórios.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Com o objetivo de identificar a influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs o estudo fez uso de uma regressão em dados em painel pelo modelo dos efeitos aleatórios. Assim para a análise dos dados apresenta-se na Tabela 2 a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo – 2010 a 2015

Variável	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Variável Dependente					
RTm	2010	13.432.221,43	72.109,29	2.620.960,25	2.868.933,63
	2011	25.312.053,42	123.374,60	3.067.938,83	4.214.539,69
	2012	13.097.266,20	31.983,96	2.864.464,99	2.439.140,94
	2013	7.519.342,10	294.997,50	2.895.639,87	1.810.346,49
	2014	11.782.519,75	44.497,39	3.681.673,52	2.794.871,96
	2015	11.857.590,21	83.562,60	4.008.658,75	2.863.118,86
Variáveis Explicativas					
ROA	2010	1,5506	-0,0172	0,1704	0,2450
	2011	1,2843	-0,3568	0,1249	0,2497
	2012	0,2306	-0,1676	0,0291	0,0790
	2013	0,2164	-0,2839	0,0278	0,0779
	2014	0,1724	-0,6851	0,0077	0,1270
	2015	0,2367	-0,430238445	-0,003000775	0,10959852
ROE	2010	1,5506	- 0,0172	0,1704	0,2450
	2011	1,2843	- 0,3568	0,1249	0,2497
	2012	1,0164	- 2,0645	0,0320	0,4110
	2013	0,8053	- 1,4748	0,0302	0,3631
	2014	2,6815	- 0,3494	0,2066	0,5766
	2015	1,5526	- 1,4292	0,0359	0,4282
LPA	2010	9,7117	-0,1648	2,7318	2,3318
	2011	13,8884	-3,5911	2,3685	3,3816
	2012	13,4183	-6,5918	1,5010	3,5678
	2013	10,5710	-5,2833	1,1156	2,4729
	2014	13,1980	-14,6102	0,4152	4,0061
	2015	14,7909	-143,5775	-7,0423	26,9433
DPA	2010	2,9931	0,0000	0,7766	0,8873
	2011	5,9951	0,0000	1,0379	1,1937
	2012	3,7206	0,0000	0,9862	1,0233
	2013	3,6560	0,0000	0,8109	0,9551
	2014	3,1782	0,0000	0,8524	0,9269
	2015	4,8544	0,0000	0,4646	0,8827
RO	2010	5,4674	-5,6332	0,2674	1,3030
	2011	1,3823	-12,8733	-0,4272	2,8182
	2012	11,0737	-20,7230	0,1611	3,9886

	2013	10,0073	-4,0171	0,4860	1,8791
	2014	3,4606	-2,2266	0,4524	0,8612
	2015	1,5321	-3,6948	0,1872	1,0866
Variáveis de Controle					
TAM	2010	519.970.003,00	1.600.208,00	40.956.294,66	87.739.030,66
	2011	599.149.983,00	2.280.971,00	47.485.804,08	100.645.533,65
	2012	677.716.287,00	3.658.738,00	53.272.500,89	113.230.456,70
	2013	752.966.638,00	4.073.265,00	56.249.124,26	124.702.919,81
	2014	793.375.000,00	3.237.852,00	60.567.898,47	131.624.564,24
	2015	900.135.000,00	405.371,00	70.353.288,49	150.821.810,10
CA	2010	1	0	0,6316	0,4824
	2011	1	0	0,6579	0,4744
	2012	1	0	0,6579	0,4744
	2013	1	0	0,6579	0,4744
	2014	1	0	0,6579	0,4744
	2015	1	0	0,6579	0,4744
ENDIV	2010	0,9632	0,3416	0,5724	0,1407
	2011	0,8204	0,3384	0,5723	0,1181
	2012	15,1115	0,0962	1,0591	2,6245
	2013	0,8855	0,2993	0,5886	0,1454
	2014	1,2558	0,2679	0,6228	0,1859
	2015	2,8111	0,2485	0,7013	0,4024
BF	2010	1,00	0,00	0,97	0,16
	2011	1,00	1,00	1,00	0,00
	2012	1,00	0,00	0,97	0,16
	2013	1,00	0,00	0,95	0,22
	2014	1,00	0,00	0,92	0,27
	2015	1,00	0,00	0,89	0,31
VM	2010	380.246.723,17	2.286.198,30	27.107.720,06	63.958.495,58
	2011	291.564.346,07	1.780.247,88	26.174.783,99	54.286.959,78
	2012	264.301.506,06	1.665.650,40	28.388.683,67	57.169.522,41
	2013	270.935.478,32	681.258,90	28.372.551,88	53.978.008,29
	2014	254.851.916,44	115.165,55	25.477.753,63	45.410.402,63
	2015	279.978.927,90	37.307,15	24.967.679,40	47.992.826,47

Nota: ROA – Retorno sobre Ativo; ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido; LPA – Lucro por Ação; DPA – Dividendos Pagos por Ação; RO – Risco Operacional; TAM – Tamanho; CA – Controle Acionário; ENDIV – Endividamento; BF – Big Four; VM – Valor de Mercado.

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis da amostra analisada. A amostra é composta por 38 empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) com ADRs ao longo de seis anos. Inicialmente pode-se observar que a remuneração média recebida pelos executivos aumentou ao longo do período analisado, pois apresentou um valor médio de 2.620.960,25 a 4.008.658,75 com um mínimo e máximo de 31.983,96 e 25.312.053,42 respectivamente. O desvio-padrão representa a diferença entre cada valor observado e a média, este por sua vez não apresentou uma homogeneidade entre as empresas analisadas, visto que foi maior que a média em todos os anos analisados, exceto para o ano de 2013.

Inicialmente analisando as variáveis explicativas observa-se que o Retorno Sobre Ativo (ROA) apresentou um máximo de 1,2843 e um mínimo de -0,6851 o desvio padrão da amostra quanto a essa variável foi superior à média em todos os períodos analisados. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas varia de 2,6815 a -2,0645. Tal medida mensura a rentabilidade de uma empresa, apresentando quanto do lucro a empresa gera com o recurso investido pelo acionista. A média do ROE varia de 0,0320 a 0,2066 e o desvio padrão foi maior em todos os anos analisados em relação à média. Já o Lucro por Ação (LPA) apresentou um máximo de 14,7909 e um mínimo de -143,5775. A média referente a tal variável está entre 2,7318 e -7,0423 A menor média registrada foi no ano de 2015.

A variável Dividendos Pagos por Ação (DPA) apresentou um máximo de 5,9951 e um mínimo de 0,0000, a média do período encontra-se entre 0,7766 e 1,0379 e o desvio padrão evidenciado é superior as médias apresentadas no período. Os resultados da variável risco operacional apresentaram um máximo de 11,0737 e um mínimo de -20,7230 assim no grupo de empresas analisado por mais que tenham como característica comum negociarem em bolsa de valor americana existe riscos distintos que reflete na atividade operacional da empresa e resultam em uma maior ou menor variação do fluxo das operações da mesma.

Quanto as variáveis de controle adotadas. O Tamanho da empresa, operacionalizado como *proxy* do logaritmo natural do Ativo Total da empresa apresentou um máximo de 900.135.000,00 e um mínimo de 405.371,00, a média variou de 40.956.294,66 a 70.353.288,49 e os desvios padrões dos períodos foram superiores à média, o que indica que as empresas analisadas não apresentam uma semelhança quanto ao tamanho. No que concerne o controle acionário, é possível inferir que mais que 60% das empresas analisadas apresentam como característica o controle acionário oriundo da iniciativa privada.

As empresas analisadas têm a prática em média de comprometer até 70% dos seus ativos totais para o cumprimento de obrigações no curto e longo prazo. Apenas no ano de 2012 que o nível de endividamento das empresas com ADRs superou os seus ativos, criando um cenário propício para a aquisição de novos investimentos junto a credores e acionistas. O desvio padrão reforça a homogeneidade entre as empresas quando da prática de assumir compromissos no curto e longo prazo, pois apenas no ano de 2012 que o DP apresentou-se superior à média. Quanto às empresas de auditoria que prestam serviços para as empresas brasileiras com ADRs as *Big Four* estão presentes em

média em 90% das empresas. Em 2011 todas as empresas com ADRs usufruíam de serviços advindos de uma *Big Four*. Quanto a esta variável existe forte homogeneidade no grupo analisado.

Por fim, quanto ao Valor de Mercado das empresas analisados, esta variável apresentou uma média que variou de 24.967.679,40 a 28.372.551,88. O DP apresentou-se superior a todas as médias no período, o que reflete a percepção do mercado sobre essas empresas. Quando, a temática é valor de mercado de uma empresa, existe subjetividade na sua forma de mensuração e percepção dos agentes sobre o valor da mesma. A partir dessa inferência, nota-se a pluralidade de valor de mercado das empresas analisadas.

Na continuidade da análise antes de efetuar a análise da relação entre desempenho financeiro, riscos operacionais com a remuneração dos executivos, o estudo buscou identificar possíveis problemas de multicolinearidade, por meio do teste Fator de Inflação de Variância (VIF) e da correlação de *Pearson*. A Tabela 3 evidencia as correlações entre as variáveis e o teste de VIF.

Tabela 3 - Correlações e VIF

	RTm	ROA	ROE	LPA	DPA	RO	TAM	CA	ENDIV	BF	VM	VIF
ROA	0,063	1										1,09 0,9197
ROE	0,006	0,123	1									1,05 0,9516
LPA	-0,084	0,152*	0,105	1								1,08 0,9294
DPA	0,155*	-0,192**	-0,118	0,146*	1							1,25 0,7973
RO	0,005	-0,049	0,063	0,044	-0,038	1						1,12 0,8930
TAM	0,144*	-0,059	0,010	0,050	-0,078	-0,003	1					1,33 0,7508
CA	0,223**	-0,012	0,000	-0,097	0,340**	-0,038	-0,043	1				1,17 0,8558
ENDIV	0,008	0,022	-0,010	-0,046	-0,029	0,298**	-0,062	0,087	1			1,13 0,8881
BF	-0,014	0,020	-0,032	-0,081	-0,158*	-0,023	-0,093	-0,078	0,046	1		1,05 0,9488
VM	0,201**	-0,084	0,086	0,085	0,070	0,043	0,471**	0,092	-0,006	-0,070	1	1,35 0,7417

Legenda: ROA – Retorno sobre Ativo; ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido; LPA – Lucro por Ação; DPA – Dividendos Pagos por Ação; RO – Risco Operacional; TAM – Tamanho; CA – Controle Acionário; ENDIV – Endividamento; BF – *Big Four*; VM – Valor de Mercado.

*A correlação é significativa no nível 0,05.

**A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na matriz de correlação que a remuneração total média possui correlação positiva e significativa com a variável de desempenho dividendos pagos por ação (DPA) ($r = 0,155^*$ p -value 0,05), Tamanho (TAM) ($r = 0,144^*$ p -value 0,05), Controle Acionário (CA) ($r = 0,223^{**}$ p -value 0,01) e Valor de Mercado (VM) ($r = 0,201^{**}$ p -value 0,01). Tal resultado possibilita inferir que a remuneração total média dos executivos está associada positivamente com o desempenho e com as variáveis de controles elencadas no que compreende os DPA, TAM, CA e VM. No que concerne as variáveis de desempenho ROA e ROE estas apresentam associação positiva e não significativa com a RTm, já o LPA

apresenta efeito negativo sobre a Remuneração média dos executivos, no entanto não significativa.

Quanto a variável risco que também é uma variável de interesse no estudo, esta se apresentou correlação positiva com a remuneração total média. No entanto não apresentou associação significativa. O LPA apresentou associação a um nível de 5% com o ROE e 1% com o DPA. O risco apresentou associação negativa e não significativa com o ROA e o DPA e por fim, o endividamento apresentou correlação com Risco a um nível de 1%.

Os valores de VIF, na Tabela 3 indicam ausência de multicolinearidade, uma vez que o maior valor de VIF encontrado foi de 1,33. O VIF indica a quantidade de aumento da variância do coeficiente de regressão estimado, em função da presença da multicolinearidade e, a raiz quadrada de VIF expressa o erro-padrão associado ao coeficiente. Considera-se multicolinearidade severa, quando $FIV > 10$ (FÁVERO *et al.*, 2009; GUJARATI, 2011). Dessa forma, as variáveis elencadas neste estudo podem ser usadas juntamente para identificar influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs.

4.2 A influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos.

Na Tabela 4 é apresentado o resumo do modelo utilizado para verificar a relação entre o desempenho financeiro e os riscos operacionais com a remuneração de executivos de empresas brasileiras com ADRs. A relação entre as variáveis estudadas foi realizada por meio de regressão de dados em painel pelo modelo dos Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos Clusterizados.

A opção por esse modelo de dados em painel deu-se em função do Teste Modificado de *Wald* e do Teste de *Wooldridge* que indicaram que para o modelo rejeita-se a hipótese nula de ausência de heterocedasticidade e rejeita-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação respectivamente. Diante dessa configuração Fávero declara que (2013, p. 140) "se não houver efeitos fixos, mas os erros apresentarem correlação *within*, o estimador de efeitos aleatórios é consistente, porém ineficiente. Portanto, erros-padrão robustos *clusterizados* precisam ser obtidos". O modelo teve como base a variável remuneração total média como variável dependente.

Tabela 4 - Regressão de dados em painel

Variáveis	Efeitos Aleatórios			Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos Clusterizados		
	Coef.	Est. T	Sig.	Coef.	Est. T	Sig.
Constante	6,307	17,812	0,000*	6,316	17,61	0,000
ROA	0,065	1,563	0,119	0,065	2,450	0,013**
ROE	-0,051	-0,603	0,547	-0,051	-0,780	0,420
LPA	-0,001	-1,117	0,265	-0,001	-1,870	0,048**

DPA	0,042	2,677	0,008*	0,041	2,330	0,017**
RO	-0,001	-0,097	0,923	-0,007	-0,130	0,907
TAM	0,032	1,102	0,272	0,314	1,160	0,216
CA	0,212	1,761	0,080***	0,212	1,820	0,060***
ENDIV	-0,004	-0,276	0,783	-0,003	-0,071	0,476
BF	-0,426	-4,665	0,000*	-0,428	-1,410	0,149
VALOR_DE_MERCADO	0,011	0,273	0,785	0,010	0,270	0,777
R²	0,167					
R² Ajustado	0,129					
Durbin-Watson	1,475					
Teste Modificado de Wald	X² = 3239,33 Sig.= 0,000					
Teste de Wooldridge	X² = 3,479 Sig.= 0,0701					

Obs.: A relação é significativa *ao nível de 1%, **ao nível de 5% e ***ao nível de 10%.

Legenda: ROA – Retorno sobre Ativo; ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido; LPA – Lucro por Ação; DPA – Dividendos Pagos por Ação; RO – Risco Operacional; TAM – Tamanho; CA – Controlo Acionário; ENDIV – Endividamento; BF – *Big Four*; VM – Valor de Mercado.

Fonte: Dados da Pesquisa

Os coeficientes de determinação (R² e R² ajustado) podem ser considerados satisfatórios para o modelo de regressão, ou seja, as variáveis de desempenho financeiro e de risco operacional possuem capacidade explicativa para afirmar relação de causa e efeito na remuneração dos executivos. Verifica-se o poder explicativo individual de cada variável dependente testada. Quanto às estimativas dos parâmetros, interessa o relacionamento ao desempenho e risco. Nesse escopo, os resultados indicam que o desempenho está relacionado com a remuneração dos executivos já o risco operacional não apresentou significância no modelo, o efeito desta variável na remuneração dos executivos é negativa.

A relação significativa das variáveis de desempenho ROA, LPA e DPA já eram esperadas, uma vez que, a remuneração variável dos executivos é atrelada aos resultados financeiros das empresas, principalmente, à geração de lucros. O estudo de Hanashiro e Marcondes (2009) revelou que as medidas financeiras de remuneração representam um estímulo ao cumprimento de metas, a prática de *stock options*, a flexibilidade da política de remuneração e sua competitividade, a possibilidade de oferecimento de *stock options*, a motivação para trabalhar, a base para a remuneração variável e o desafio como forma de retenção dos executivos.

Nota-se, que a maior parte dos indicadores utilizados para medir o desempenho abarcou o lucro líquido como numerador. Sendo assim, há uma sinalização de que executivos estão sendo remunerados com base no lucro, que conseqüentemente aumenta os indicadores de retorno sobre o ativo, lucro por ação e geram a distribuição de dividendos. Este fato aponta para outras possibilidades de pesquisas, como uma *survey*, com intuito de identificar outras métricas utilizadas para remunerar os executivos. Também sinaliza que outros

indicadores devem ser utilizados, além do lucro líquido, como por exemplo, o lucro operacional.

Tais resultados coadunam com o estudo de Camargos, Helal e Boas (2007), de que o desempenho financeiro, em especial o lucro por ação exerce influência significativa na remuneração dos executivos. Murphy (1985) também sustenta os achados desta pesquisa, pois o autor menciona que existe uma relação positiva entre desempenho da companhia e remuneração dos executivos. Neste caso, a relação positiva do desempenho sobre a remuneração dos executivos neste estudo pauta-se no ROA e DPA. Carr (1997) aponta que o desempenho exerce papel significativo na explicação da remuneração dos executivos. No entanto, os achados desta pesquisa estão em discordância aos achados de Carr (1997), uma vez que o autor constatou que o ROE se apresenta significativamente e positivamente relacionado à remuneração dos executivos.

A literatura dispõe de um cenário que indica que a adoção de medidas de remuneração de longo prazo encoraja os gestores a assumir mais riscos (RAJGOPAL e SHEVLIN, 2002). Os riscos operacionais representam um desconforto na gestão, uma vez que, os gestores são conduzidos e responsabilizados por qualquer resultado decorrente de suas ações no que concerne a tomada de decisão. No entanto, nesse estudo o risco operacional não se apresentou significativo no modelo, tal variável com a remuneração dos executivos apresentou apenas efeito negativo.

Este resultado é aplicado as empresas brasileiras com ADRs. O argumento de que existe influência do risco operacional na remuneração dos executivos é comumente interpretado como sugerido que a remuneração deve ser estruturada de modo que os gestores possam assumir mais riscos. Embora os riscos operacionais ocupem um lugar de privilegiado na pesquisa sobre remuneração é comumente conceituado de maneira muito simplista e muitas vezes conflitante (PALMER e WISEMAN, 1999). Os pesquisadores em alguns casos têm usado medidas de risco de nível organizacional (por exemplo, a volatilidade) como *proxies* para a gestão de riscos. No entanto, os estudiosos têm alertado que estas medidas não podem realmente refletir a percepção de risco dos executivos (DEVERS *et al*, 2007).

Palmer e Wiseman (1999) descobriram que a gestão de risco e o risco organizacional são construções distintas e argumentaram que, considerando os dois conceitos pode-se aumentar o poder explicativo da relação existente entre riscos operacionais e a remuneração de executivos. Assim, a análise indica a necessidade de mais pesquisas. Devido à obtenção de dados secundários da remuneração dos executivos e dos riscos operacionais advindos de modelos teóricos e matemáticos que são incapazes de fornecer percepções humanas e preconceitos (HALL e MURPHY, 2002). Dessa forma, utilizando os dados de arquivos para determinar a influência dos riscos operacionais na remuneração dos executivos é talvez mais adivinhação do que ciência.

Por conseguinte, a influência dos riscos operacionais na remuneração dos executivos é uma pergunta ainda em aberto, uma vez que neste estudo apresentam-se apenas indicativos dessa relação. Em resposta, sugere-se que pesquisas futuras busquem maior aproximação com o indivíduo, para melhor

captação das percepções destes quanto à influência dos riscos na remuneração. Embora se saiba as dificuldades inerentes à escolha deste tipo de pesquisa, acredita-se que estes procedimentos podem desempenhar um papel essencial no avanço do estado da arte, no que concerne a influência dos riscos operacionais na remuneração de executivos (PALMER e WISEMAN, 1999; DEVERS *et al.*, 2007).

Os achados nesta pesquisa estão de acordo com os estudos de Bloom e Milkovich (1998), uma vez que os autores encontraram que o risco da empresa está negativamente relacionado ao pagamento de incentivos. A principal fonte de preocupação com esses resultados é se os executivos imprimirão esforços produtivos em direção aos objetivos organizacionais (BLOOM e MILKOVICH, 1998). Se comparado com a pesquisa de Teixeira *et al.* (2011) os resultados desta pesquisa convergem aos achados dos pesquisadores, uma vez os resultados destes indicam que não há associação significativa entre incentivos gerenciais e risco. A concordância desse resultado pode estar relacionada à (i) características das empresas estudadas, (ii) sistemas de remuneração adotados pelas organizações e (iii) aspectos normativos os quais as empresas são conduzidas.

O relacionamento negativo e não significativo da variável risco operacional com a remuneração dos executivos não está alinhada aos estudos de Rajgopal e Shevlin (2002) Esses autores, mostraram que quando o gestor está em um ambiente de risco e este é encorajado a assumir mais riscos e que o resultado destes se positivo resultar em acúmulo de riqueza este tende a assumir mais riscos. Tal cenário foi identificado em empresas de petróleo, gás e combustível. No que tange o estudo de Carr (1997) o resultado quanto a variável risco não se alinha, uma vez que no estudo de Carr (1997) o risco está positivamente e significativamente correlacionado a remuneração dos executivos.

O poder explicativo individual de cada variável de controle testada indica que o Controle Acionário (CA) tem efeito positivo e significativo na remuneração dos executivos, ou seja, o achado na Tabela 3 quanto ao controle acionário e remuneração são reforçados com este resultado. As demais variáveis de controle não apresentaram significância, mas indicaram efeito positivo (Valor de Mercado) e negativo (Endividamento, *Big Four*) no modelo.

É válido destacar que este estudo avança se comparado com o trabalho de Carr (1997) uma vez que a característica das empresas estudadas é distinta da pesquisa deste autor e o período analisado também, o que contribui para o avanço das pesquisas sobre a remuneração dos executivos. Carr (1997) inicia sua análise no ano de 1987, ano em que ocorreu o *Crash* da Bolsa de Nova York e finaliza em 1992. Infere-se que esse período influenciou significativamente a gestão de riscos das empresas no período e também os resultados da sua pesquisa.

Quanto ao trabalho de Bloom e Milkovich (1998) a pesquisa progride ao adotar uma forma diferente de mensurar o risco operacional. Esses autores utilizaram a variação do retorno sobre ativo (ROA) e variabilidade no mercado de ações da empresa (RET) para mensurar o risco. Já quanto ao trabalho de Camargos, Helal e Boas (2007) avança-se ao adotar também o risco

operacional como variável explicativa para a remuneração dos executivos e o período adotado nesta pesquisa é maior, o que possibilita a adoção de um instrumento estatístico mais sofisticado e a generalização dos dados para o grupo de empresa analisado.

Em relação ao trabalho de Teixeira *et al.* (2011) esta pesquisa estende-se ao adotar um grupo de empresas distinto, não se limitando ao espaço geográfico. No que concerne aos procedimentos metodológicos, o trabalho avança por considerar uma série histórica de dados (2010-2015) e ainda adotar um instrumento estatístico diferente dos autores. Teixeira *et al.* (2011) abordam o risco como variável dependente o que difere também neste estudo, onde trata-se o risco operacional como variável explicativa.

Os resultados decorrentes desta análise coadunam para a necessidade de investigações de outros tipos de riscos no relacionamento com o desempenho e com a remuneração de executivos, pois alguns resultados aqui encontrados diferem dos expostos na literatura, criando um cenário oportuno para novas pesquisas e aprimoramento dos métodos de análise. Além disso, os riscos, os quais as empresas estão expostas representam um conjunto de fatores organizacionais internos e externos que transcendem a operação da empresa. Dessa forma, envolvem riscos de propriedade, riscos de processo e riscos comportamentais. A combinação destes criam ameaças e demandam atenção por partes dos gestores na condução do alcance dos objetivos e das estratégias organizacionais.

Por fim, os resultados encontrados apontam duas constatações: (i) não é possível inferir que o risco operacional influencia significativamente a remuneração dos executivos e (ii) o desempenho financeiro das empresas influencia significativamente a remuneração dos executivos. Ambas as constatações estão diretamente relacionadas às empresas com ADRs. Assim, este estudo sinaliza que os resultados precisam ser melhor explorados, principalmente no que concerne a relação não significativa, porém com efeito negativo do risco operacional e da variável de desempenho ROE.

5 CONCLUSÃO

Conclui-se que o desempenho está relacionado com a remuneração dos executivos, já o risco operacional não apresentou significância no modelo, o efeito desta variável com a remuneração dos executivos é negativo. Este cenário é um indicativo que se deve examinar o desempenho das organizações de uma maneira diferente, pois a estrutura de remuneração dos executivos é convexa aos resultados organizacionais, ou seja, a geração de lucros. Assim, este estudo cria uma lacuna de pesquisa que demanda para a necessidade de pesquisa de campo com maior amplitude e com a observação de variáveis qualitativas para melhor entendimento da influência do desempenho organizacional na remuneração dos executivos.

O estudo também apresenta evidências que o risco operacional também influencia negativamente na remuneração dos executivos, no entanto a não significância dessa relação pode desafiar futuros estudiosos a desenvolver suporte teórico-empírico mais complexo e validações capazes de orientar a

escolha dos pesquisadores quanto à forma de mensuração da variável risco operacional. Portanto, as nuances conceituais desenvolvidas nesse estudo contribuem com os resultados mistos que permeiam o campo de investigação. Como resultado, espera-se atenção maior dos pesquisadores quanto à adoção e mensuração de variáveis pertencentes a um sistema social, uma vez que todas essas construções conceituais da atualidade são concebidas para não serem medidas puras das variáveis, mas sim para desenvolver *insights* no que concerne a geração de conhecimento.

Reforça-se que os resultados discutidos e apresentados se restringem ao grupo de empresas investigado. No entanto, a pesquisa apresenta algumas contribuições. Inicialmente a pesquisa explora a variável risco operacional uma variável de pesquisa extensivamente explorada internacionalmente com a temática remuneração de executivos e que demanda pouca atenção dos pesquisadores nacionais. Assim direciona-se uma nova vertente para a pesquisa no que concerne à remuneração de executivos: buscar compreender a influência de fatores relacionados à incerteza e risco operacional na remuneração destes. Neste estudo mensura-se o risco por meio do aspecto operacional. É válido destacar que a pesquisa envolvendo risco e incertezas organizacionais apresentam-se em ascensão, pois pesquisas intensificam a necessidade de melhor compreensão dos fatores que não são controláveis pela organização, mas que influenciam o modo que a mesma é gerida e conduzida para o cumprimento dos objetivos organizacionais.

Além desta constatação, percebeu-se que o risco operacional exerce efeito negativo na remuneração dos executivos e que as variáveis de desempenho financeiro influenciam na remuneração dos executivos de empresas com ADRs. Tal fato é um indicativo que este cenário possa estar presente em outros grupos de empresa, uma vez que já foi identificado em empresas presentes no Estado do Espírito Santo e também listadas na Bolsa de Valores de Nova York por exemplo. Os riscos operacionais são de grande preocupação por parte dos gestores, ainda mais em um cenário quando estes estão relacionados ao recebimento de benéficos econômico-financeiros. Por outro lado, os resultados desta pesquisa indicam que a remuneração de executivos, o desempenho financeiro e os riscos operacionais devem ser melhor investigados, pois os resultados gerados nessa pesquisa quanto ao relacionamento dessas variáveis criam a necessidade de uma reflexão sobre os rumos da produção científica em contabilidade no que concerne a temática e em função das divergências de cenário.

Este trabalho se distingue dos trabalhos já publicados em relação a três aspectos. Primeiro, quanto ao trabalho de Carr (1997) e Bloom e Milkovich (1998), o período analisado neste trabalho está inserido em outro contexto. Atualmente as empresas estão expostas a mais risco, pois as fronteiras mundiais diminuíram ao longo do tempo. A aproximação dos mercados criou um cenário para o desenvolvimento de mecanismos que melhor assegurem as atitudes dos gestores. Cenário este que abre lacuna para novas pesquisas, uma vez que se notou a divergência de relacionamento entre as variáveis estudadas se comparado com os resultados disponíveis para a comunidade científica. Segundo, a forma de mensuração da variável risco. Como abordado por Palmer e Wiseman, (1999) e Devers *et al.*, (2007) mensurar a variável risco é um

desafio para os pesquisadores, pois envolve a percepção do indivíduo, o qual está exposto a tal contexto, logo, mensurar uma variável pertencente a um sistema social induz o pesquisador a trabalhar com *proxy*. Terceiro, o grupo de empresas analisados. Comumente esta distinção entre os estudos é percebida, porém neste trabalho é válido destacar tal característica, uma vez que são empresas que precisaram sobreviver a períodos de crise econômica financeira e que precisaram reinventar suas estratégias na busca de manter sua continuidade e ainda precisam sobreviver em dois mercados financeiros distintos.

É válido destacar que não se busca com o avanço da pesquisa homogeneizar a triangulação remuneração - desempenho - risco, mas sim evoluir e contribuir para a ascensão da prática juntamente com os profissionais de mercado, professores, pesquisadores e discentes. Sendo assim, reconhece-se que a amostra se constitui numa limitação, composta apenas por empresas com ADRs, estas por sua vez, pertencem a diversos setores econômicos, fato que pode ter influenciado nos resultados da pesquisa. Destaca-se como limitação também, a estratégia de pesquisa utilizada, pois se aborda uma variável pertencente a um sistema social a partir de uma perspectiva puramente quantitativa, o que é uma fraqueza em pesquisa dentro da temática remuneração (Devers *et al.*, 2007). Além disso, limita-se a questão temporal, em outros momentos os dados podem ser diferentes, uma vez que as organizações pertencem a um sistema aberto, que simultaneamente recebe influência do meio.

Assim, torna-se oportuno investigar o relacionamento entre desempenho, risco e remuneração juntamente a outras organizações, em especial em setores distintos. Ainda recomenda-se aperfeiçoar a forma de mensuração do risco a partir de uma perspectiva mais qualitativa e de maior aproximação com o indivíduo. Quanto as variáveis de desempenho financeiro, recomenda-se também a adoção de variáveis de desempenho não financeiro. Oportuniza-se a partir dos achados desta pesquisa investigar a influência do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na remuneração de executivos a partir de um estudo de eventos, o que se torna adequado frente a uma das limitações encontradas nesta investigação. Por fim, a pesquisa reforça a importância da integração do desempenho financeiro e dos riscos operacionais na estruturação do sistema de remuneração de executivos.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A. The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation. **Journal of Political Economy**, v. 107. N. 6634, p. 65-105, 1999
- AURELI, S.; SALVATORI, F. An investigation on possible links between risk management, performance measurement and reward schemes. **Accounting and Management Information Systems**, v. 11, n. 3, p. 306, 2012.
- BEATTY, R. P.; ZAJAC, E. J. Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. **Administrative Science Quarterly**, v. 39, n. 2, p. 313-335, 1994.

BLOOM, M.; MILKOVICH, G. T. Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. **Academy of Management journal**, v. 41, n. 3, p. 283-297, 1998.

BORGERTH, V. M. C. SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. **São Paulo: Thomson Learning**, 2007.

BRASIL. **A Lei nº 10.101**, de 19 de dezembro de 2000. Dispõe sobre a participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.973.htm>. Acesso em: 02 maio, 2016.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: Encontro Nacional de Engenharia de Produção. **Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil**, v. 27, 2007.

CARLON, D. M.; DOWNS, A. A.; GRAY, S. W. The Case of Financial Performance Measures and Executive Compensation. **Organizations Research Methods**. v. 9 n. 4, p 475-490. 2006.

CARR, Linda L. Strategic determinants of executive compensation in small publicly traded firms. **Journal of Small Business Management**, v. 35, n. 2, p. 1-12, 1997.

CHAPMAN, C.; WARD, S. Constructively simple estimating: a project management example. **Journal of the Operational Research Society**, v. 54 , n.10, p. 1050-1058, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 480**, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 19 nov. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS TÉCNICOS – CPC **CPC 41** Resultado por Ação. Brasília, agos. 2010. Disponível: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/430_CPC_41_rev%2003.pdf>. Acesso em: 14 maio, 2016.

DELOACH, J. W. **Administração Corporativa de Risco: Estratégia para Relacionar Risco e Oportunidade**. New York: Pearson Educação. 2001.

DEVERS, C. E.; CANNELLA, A. A.; REILLY, G. P.; YODER, M. E. Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. **Journal of Management**, v. 33, n. 6, p. 1016-1072, 2007.

DIXON, M. R.; HAYES, L. J.; STACK, J. Changing conceptions of employee compensation. **Journal of Organizational Behavior Management**, v. 23, n. 3, p. 95-116, 2004.

DUARTE Jr, A. M. **Riscos: definições, tipos, medição e recomendações para seu gerenciamento gestão de risco e derivativos**. São Paulo: Atlas, 2001.

DUTRA, J. S. **Gestão de pessoas: modelo, processos, tendências e perspectivas**. São Paulo: Atlas. 2002.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FÁVERO, L. P. **Análise de dados: modelos de regressão com EXCEL®, STATA® e SPSS®**. São Paulo, Atlas, 2015.

FÁVERO, L.; BELFIORE, P.; SILVA, F.; CHAM, B. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. São Paulo: Campus, 2009.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A Correlação entre a Remuneração dos Executivos e o Desempenho de Empresas Brasileiras do Setor Financeiro. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.

FLORICEL, S.; MILLER, R. Strategizing for anticipated risks and turbulence in large-scale engineering projects. **International Journal of project management**, v. 19, n. 8, p. 445-455, 2001.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: **Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 30. Salvador, BA, 2006

GHENO, R.; BERLITZ, J. Remuneração estratégica e pacote de benefícios: um estudo de caso aplicado ao nível operacional de uma multinacional. **Revista de Administração da UFSM**, v. 4, n. 2, p. 268-287, 2011.

GIDDENS, A. **Runaway world: how globalization is reshaping our lives**. London: Routledge, 2003

GRAY, S. R.; CANNELLA, A. A. The role of risk in executive compensation. **Journal of Management**, v. 23, n. 4, p. 517-540, 1997.

GUIMARÃES, I. C.; PARISI, C.; PEREIRA, A. C. Análise das práticas de gestão de riscos nas empresas não-financeiras de capital aberto da cidade de São Paulo: uma percepção dos gestores de riscos e *controllers*. In: **Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 30. Salvador, BA, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficc-0963.pdf>>. Acesso: 14 maio, 2016.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5ª ed. Porto Alegre : AMGH, 2011.

HALL, B. J.; MURPHY, K. J. Stock options for undiversified executives. **Journal of accounting and economics**, v. 33, n. 1, p. 3-42, 2002.

HANASHIRO, D. M. M.; MARCONDES, R. C. Sistema Estratégico de Recompensas para Executivos: Oportunidades e Desafios. **Gestão e Sociedade**, v. 3, n. 5, p. 48-74, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos**. São Paulo: IBGC, 2007.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, p. 225-264, 1990.

KASSAI, J. R.; SANTOS, A. D.; ASSAF NETO, A. **Retorno de investimento**. São Paulo: Atlas. 2005.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Impacto das diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas nos indicadores de desempenho de empresas brasileiras com ADRs. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 2, p. 154-173, 2009.

KLANN, R. C.; KREUZBERG, F.; BECK, F. Fatores de Risco Evidenciados pelas Maiores Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade**, v. 3, n. 3, p. 78-89 2014.

KRAUTER, E. Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.

MACEDO, M. A. S.; SANTOS, R. M.; SILVA, F. F. Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro: uma aplicação da análise envoltória de dados. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, 2008.

MARRAS, J. P. **Administração da remuneração**. São Paulo: Thomson. 2002

MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, C. R.. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas. 2007.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica**. São Paulo, Atlas, 2010.

MILLER, J. S.; WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L. R. The fit between CEO compensation design and firm risk. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 4, p. 745-756, 2002.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. **Journal of accounting and economics**, v. 7, n. 1, p. 11-42, 1985.

NASCIMENTO, L. P. do. **Administração de cargos e salários**. São Paulo: Pioneira. 2001.

OLIVEIRA, M. C.; LINHARES, J. S. A implantação de controle interno adequado às exigências da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos** v.4, n. 2, p. 160-170, 2006.

OYADOMARI, J. C. T. **Uso do sistema de controle gerencial e desempenho: um estudo em empresas brasileiras sob a ótica da VBR (Visão Baseada em Recursos)**. 2008. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FEA/USP, São Paulo, 2008.

PALMER, T. B.; WISEMAN, R. M. Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 11, p.

1037-1062, 1999.

PANDHER, G.; CURRIE, R. CEO compensation: A resource advantage and stakeholder-bargaining perspective. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 1, p. 22-41, 2013.

PIAZZA, M. C. **Bem vindo à bolsa de Valores**. São Paulo, Saraiva. 2010.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**; Rio de Janeiro, Atlas. 2014

PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R. J. **Principals and agents: The structure of business**. Boston: Harvard Business School Press. 1985.

RAHMAN, M. M.; KUMARASWAMY, M. M. Joint risk management through transactionally efficient relational contracting. **Construction Management & Economics**, v. 20, n. 1, p. 45-54, 2002.

RAJGOPAL, S.; SHEVLIN, T. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 2, p. 145-171, 2002.

RASMUSSEN, J. Risk management in a dynamic society: a modelling problem. **Safety science**, v. 27, n. 2, p. 183-213, 1997.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481, 2013.

SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S.; BEUREN, I. M. Análise da relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **In Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 19, 2012. Anais do 19º Congresso Brasileiro de Custos. Bento Gonçalves, RS, 2012.

TEIXEIRA, A.J. C.; FORTUNATO, G. X.; TEIXEIRA, A. M. C.; PIZETTA, K. C. Sistemas de incentivos gerenciais e o risco das empresas do Estado do Espírito Santo. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 5, Edição Especial, art. 2, p. 23-44, 2011.

TSAI, P. Y.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: análise comparativa entre o setor privado e o terceiro setor In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 5., 2005, São Paulo. **Anais do 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2005. Disponível em: < <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos22005/589.pdf> >. Acesso em: 15 maio, 2016.

VENKATRAMAN, N. u; RAMANUJAM, Vasudevan. Measurement of business economic performance: An examination of method convergence. **Journal of management**, v. 13, n. 1, p. 109-122, 1987.

VRETTOS, D. Are relative performance measures in CEO incentive contracts used for risk reduction and/or for strategic interaction? **The Accounting Review**, v. 88, n. 6, p. 2179-2212, 2013.

WERNKE, R. **Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais**. Saraiva. 2008.

WOOD JR. T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. São Paulo: Atlas. 1999.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M.. Categorias de Riscos Evidenciadas nos Relatórios da Administração de Empresas Brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de negócios**, v. 12, n. 35, p. 141, 2010.