

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO: UM OLHAR PARA O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL

EXECUTIVE REMUNERATION AND PERFORMANCE: A LOOK AT THE OPERATING CASH FLOW

Juliano Augusto Orsi de Araujo

Professor Titular do PPGA da Universidade Ibirapuera

Doutor em Contabilidade pela Universidade de São Paulo

juliano@expresscontabil.com.br

 *Orcid* <https://orcid.org/0000-0001-5970-6671>

Maisa de Souza Ribeiro

Professora Titular do PPGCC da Universidade São Paulo

Doutora em Contabilidade pela Universidade de São Paulo

maisorib@usp.br

 *Orcid* <https://orcid.org/0000-0003-1165-1813>

DOI:<https://doi.org/10.36942/reni.v5i2.367>

Resumo

Os estudos sobre remuneração executiva têm por sustentação teórica a Teoria da Agência, em que há a predição de que o principal delega ao agente poderes para conduzir seu patrimônio, sua companhia. No entanto, o principal não tem pleno controle das ações tomadas pelo agente. Uma das maneiras de se alinhar interesses de ambos é através da remuneração. As pesquisas desenvolvidas até então analisaram a relação entre remuneração e resultado, ou remuneração e performance. Os resultados apresentados são controversos. O resultado econômico apresenta-se vulnerável aos “accruals” discricionários, de modo que o agente pode manipulá-lo para a obtenção de resultados que o proporcione uma melhor remuneração. De outro lado, o resultado financeiro apresenta-se menos suscetível às ações dos executivos no que tange ao uso da discricionariedade, além de ser objeto de validação por parte dos auditores. Neste sentido, o presente estudo verificou se a variação do caixa proporciona remuneração adicional aos executivos, de modo que os estimule a gerar caixa operacional para as companhias. A amostra é composta por companhias abertas europeias, com período de observação entre 2007 e 2016. A principal técnica estatística empregada no estudo foi a regressão múltipla através de dados em painel com efeitos fixos robusto. Os resultados apontaram para um acréscimo médio de US\$ 16.000 na remuneração anual dos executivos que geraram caixa operacional para as companhias. O estudo concluiu que o uso desta variável como indicador para remuneração executiva ainda é baixo, cerca de 15% das companhias a utilizam. No entanto, o uso da variação do caixa operacional pode apresentar melhores resultados na relação de agência, mitigando possíveis problemas e reduzindo o custo de agência.

Palavras-chave: Remuneração executiva; performance; resultado; caixa operacional.

Abstract

The executive remuneration studies are theoretically supported by the Agency Theory, in which there is a prediction that the principal delegates to the agent powers to conduct his patrimony, his company. However, the principal does not have full control of the actions taken by the agent. One of the ways to align interests of both is through pay. The researches developed until then analyzed the relation between remuneration and result, or remuneration and performance. The results presented are controversial. The economic result is vulnerable to discretionary accruals, so that the agent can manipulate it to obtain results that provide better remuneration. On the other hand, the financial result is less susceptible to the actions of the executives regarding the use of discretion, besides being object of validation by the auditors. In this sense, the present study verified whether cash variation provides additional compensation to executives, so as to stimulate them to generate operating cash for companies. The main statistical technique used in the study was multiple regression through panel data with robust fixed effects. The results pointed to an average increase of US \$ 16,000 in the annual compensation of executives who generated operating cash for the companies. The study concluded that the use of this variable as an indicator for executive compensation is still low, about 15% of companies use it. However, the use of operating cash flow can present better results in the agency relationship, mitigating potential problems and reducing agency cost. The sample is composed of European public companies, with a period of observation between 2007 and 2016.

Keywords: Executive remuneration; performance; result; operating cashier.

JEL Classification: M12 Personnel Management • Executives; Executive Compensation

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).

Segundo Banker e Datar (1989), o uso de medidas de desempenho distintas contribuem para um contrato mais eficaz somente se cada medida possuir capacidade informativa incremental sobre o resultado pretendido. Baker, Jensen e Murphy (1988), Bushman e Smith (2001) e Araujo e Ribeiro (2017) afirmam que 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.

A literatura está repleta de pesquisas que demonstram a importância dos lucros nos contratos (Murphy, 1985; Jensen & Murphy, 1990; Conyon & Gregg, 1994; Main, Bruce & Bruck, 1996; Bebchuk & Fried, 2004; Conyon & He, 2004; Gregg, Jewell & Tonks, 2005; Conyon, 2006; Funchal & Terra, 2006; Camargos, Helal & Boas, 2007; Jonas, 2007; Gregg, Jewell & Tonks, 2012; Krauter & Souza, 2012; Araujo, Parisi, Silva & Nakamura, 2014; Fernandes & Mazzioni, 2015; Tinoco, Rossi & Portugal, 2015). No entanto, poucos estudos investigaram se os executivos são incentivados a gerar caixa para suas companhias (Kumar, Ghicas & Patena, 1993; Natarajan, 1996; Nwaeze, Yang & Yin, 2006).

Segundo Nwaeze, Yang e Yin (2006), os estudos que evidenciam a importância do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) como medida de mensuração do desempenho das companhias são esparsos e fracos. Segundo os autores, há um trabalho seminal publicado por Kumar, Ghicas e Patena (1993) e mais tarde Natarajan (1996), em que os autores testaram o impacto do FCO sobre a remuneração e descobriram que, quando há a variável “resultado” no modelo, o peso do fluxo de caixa não é significativo.

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. Leone (2004) mostra

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. Nwaeze, Yang e Yin (2006) afirmam que os planos de incentivos de outras companhias também têm se direcionado a adotar o fluxo de caixa como medida de desempenho. O uso do FCO como indicador de desempenho é relevante e pode ser mais eficaz que as métricas comumente utilizados, dado que é menos suscetível à manipulação se comparado com outros indicadores de performance.

Em contra partida, a remuneração executiva é alta e tem apresentado substancial crescimento nos últimos anos (Bell & Reenen, 2013). Segundo o autor, existem dúvidas consideráveis se o montante pago aos executivos tem refletido em ações que gerem retorno aos acionistas, resultado e caixa para as companhias. Bell e Reenen (2013) afirmam ainda que o papel do executivo é o de gerar caixa, resultado e valor para a empresa e para o acionista.

Neste sentido, a pesquisa pretende responder à seguinte questão: os executivos de companhias europeias recebem remuneração adicional para geração de caixa operacional?

Assim, o objetivo do estudo é de investigar se são oferecidos incentivos adicionais aos executivos de companhias abertas europeias como prêmio pela geração de caixa operacional.

Deste modo, o estudo se diferencia dos demais e preenche uma lacuna do conhecimento ao avaliar se os executivos percebem um acréscimo em sua remuneração em função da geração de caixa operacional nas companhias abertas europeias.

O lucro é passível de maior manipulação do que o caixa. Assim, Lopes e Martins (2007) corroboram ao afirmarem que o desenvolvimento de pesquisas que contemplem 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.

Os estudos anteriores são esparsos e não apresentaram resultados consistentes. Kumar, Ghicas e Patena (1993) testaram o impacto do caixa operacional na remuneração, considerando o resultado dos períodos e constataram que o peso do fluxo de caixa não é significativo. Nesta pesquisa, os autores trataram a variável remuneração contra o caixa operacional contemporâneo, sem se preocupar com a variação de ambos para inferir se há acréscimo ou não.

Três anos mais tarde, Natarajan (1996) investigou se os benefícios não financeiros concedidos aos executivos, além da própria remuneração, refletiam em aumento de caixa para as companhias. Concluiu que os executivos geraram lucro e fluxo de caixa operacional a partir da remuneração financeira e não em função dos benefícios não financeiros ofertados. Ainda, quando analisada a variável fluxo de caixa isoladamente, não encontrou resultado significativo.

Após 10 anos, Nwaeze, Yang e Yin (2006) afirmam 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.

Bergstresser e Philippon (2006), Cheng e Farber (2008), Conyon e He (2013) e Elayan, Jingyu e Meyer (2008) compartilham da ideia de que o resultado é passível de manipulação e quando é eleito como indicador para estabelecer os pacotes de remuneração variável, é gerenciável de modo a proporcionar maiores benefícios aos executivos. Por outro lado, Petty e Ross (2009) e Deo (2016) defendem que o fluxo de caixa operacional é relativamente 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. Em função destas características do caixa, Petty e Ross (2009) sugerem que o fluxo de caixa operacional poderia ser utilizado como métrica para a determinação da remuneração executiva.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Desde 1932, a *Interstate Commerce Commission* exigia das companhias férreas norte-americanas informações sobre a remuneração de executivos. No mesmo período, o *Federal Reserve* e a *Power Commission* também requereram informações sobre remuneração às empresas por eles reguladas. Posteriormente, a SEC - *Securities and Exchange Commission*, já a partir de sua criação, impôs que as companhias abertas norte-americanas divulgassem informações acerca da remuneração paga aos executivos (Boeri, Lucifora & Murphy, 2013).

Na Europa a exigência se deu mais tarde: Reino Unido e Irlanda foram os primeiros países a impor às companhias esta obrigatoriedade de divulgação, mas apenas nos anos 1990 e 2000. A partir de 2003, a União Europeia recomenda a divulgação destas informações aos países membros do bloco (Boeri, Lucifora & Murphy, 2013).

Em 1976, os professores Michael C. Jensen e William H. Meckling, divulgam através do n. 3 do *Journal of Financial Economics*, a Teoria da Agência sob o título “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*”. A relação de agência, segundo Araujo e Ribeiro (2018) é regida através de um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal) delegam a uma terceira pessoa (agente). Esta relação compreende tomadas de decisões em relação à propriedade do principal. Se nesta relação 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.

Entretanto, o contrato é imperfeito e não garante que o principal estabeleça todas as medidas que garantiriam as melhores ações do agente a seu favor. Deste modo, Jensen e Meckling (1976) afirmam que agente e principal incorrem em gastos de monitoramento, que podem ou não ser pecuniários e ainda assim podem existir conflitos em função da decisão tomada pelo agente. Surgem assim os custos de monitoramento ou custos de agência. Jensen e Meckling (1976) sugerem que a remuneração pode ser uma maneira de alinhar ambos os interesses.

Araujo e Ribeiro (2017) encontraram 19.963 pesquisas ancoradas na Teoria da Agência, com maior desenvolvimento a partir dos anos 2000, chegando em 2015 e 2016 próximo das 1.700 publicações em cada ano. As investigações se concentram nos Estados Unidos, cerca de 8.000 estudos, seguido por Reino Unido (2.771) e Canadá (1.159). Segundo os autores, grande parte dos estudos publicados focaram na relação Remuneração x Retorno, Remuneração x Governança e revisões bibliográficas que buscaram estabelecer o estado da arte em determinados momentos.

2.1 Determinantes da Remuneração Executiva

Nos anos 1970, os pacotes de remuneração executiva de empresas norte americanas consistiam basicamente em salário fixo e bônus. Estes bônus eram condicionados ao

desempenho anual das companhias. Desta maneira havia pouco incentivo aos executivos para aumentar o preço das ações das empresas.

Segundo Funchal e Terra (2006), 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. Este fenômeno permaneceu durante os anos 1980.

Segundo Jensen (2004), 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. Durante os anos 1990 houve um crescimento do pagamento através de opções que, segundo Murphy (1998) se tornaram um dos maiores componentes da remuneração executiva no mercado norte americano.

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. Segundo Jensen e Murphy (1990), 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. Para Jensen (2004), os pacotes 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.

Murphy (1998), Firth, Tam e Tang (1999) destacam que os planos 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 caixa, ao passo que, no Reino Unido, segundo Conyon (2000), 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. Segundo Alcouffe e Alcouffe (2000), na França, a remuneração executiva é paga em dinheiro ou em ações.

De acordo com Funchal e Terra (2006), 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. Tal afirmação já era apresentada por Conyon (1997), que afirma que empresas de grande porte buscam pelos melhores talentos e, a remuneração fixa é um atrativo para estes executivos.

Murphy (1998) admite que há uma certa regulação competitiva no mercado para estabelecimento destes valores, que se baseiam em pesquisas salariais e análises do segmento da companhia. No entanto, as companhias de maior porte, ainda que paguem maiores salários, tem o monitoramento das ações dos executivos prejudicado se considerar tão somente a remuneração fixa como meio de controle. Segundo Funchal e Terra (2006), o pagamento de altas montas a executivos em grandes companhias, tendem a ser pouco significativos no resultado da empresa, em função do seu porte. 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, segundo Firth, Tam e Tang (1999) os acionistas buscam maximização de sua riqueza através do retorno sobre os investimentos empregados. Noutro sentido, Murphy (1998) defende que 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. Além disto, boa parte da remuneração variável se baseia nesta monta fixa. Segundo Funchal e Terra (2006), este comportamento é mais comum em executivos com perfil conservador.

A remuneração variável ou também conhecida como plano de bônus anual (Funchal & Terra, 2006) refere-se à maior parcela da remuneração executiva e, segundo Murphy (1998), 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. Além do resultado contábil, Firth, Tam e Tang (1999) afirmam que as medidas de desempenho mais comuns são variação do resultado, retorno sobre ativos e retorno sobre o patrimônio. Para os autores, medidas de desempenho contábil sofrem maior influência dos executivos e em especial o lucro contábil que, para Jensen e Murphy (1990) podem conter as ações não observáveis dos executivos - discricionariedade. Num cenário extremo, Anderson (2002) afirma que pode haver manipulação de informações contábeis.

Existe ainda a remuneração baseada em ações que, para Jensen e Murphy (1990), é a mais forte conexão entre a riqueza do executivo e dos acionistas, dado que ele passa à condição de acionista. 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, Firth, Tam e Tang (1999) afirmam que existem fatores que fogem ao controle dos executivos que podem influenciar o preço das ações, tal como fatores macroeconômicos. Ainda assim,

Murphy (1998) acredita que a remuneração baseada em ações conecta a riqueza de acionistas e executivos e corrobora a afirmação de Jensen e Murphy (1990) acerca da efetividade de um pacote de remuneração composto por remuneração monetária e baseada em ações como instrumento de alinhamento de interesses de acionistas e executivos.

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 e, segundo Funchal e Terra (2006) normalmente de 10 anos e com preço de exercício similar ao de mercado na data da concessão da opção. 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.

Jensen e Murphy (1990) advertem que 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. 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, 2001) e no Brasil (Funchal & Terra, 2006). 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, Funchal e Terra (2006) entendem que a remuneração baseada em opções é atraente e alinha interesses de executivos e acionistas, mas não deve ser utilizada isoladamente. Os autores acreditam 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 terceiros e de investimentos. Deo (2016) destaca que 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. Mills e Yamamura (2000) destacam que é muito comum empresas apresentarem, simultaneamente, bons resultados e fluxos de caixa negativos, destacando assim a importância da análise da demonstração de fluxo de caixa.

Petty e Ross (2009), Deo (2012) e Deo (2016) afirmam que 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. Deo (2012) destaca que 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. Petty e Ross (2009) defendem que as medidas de fluxo de caixa podem fornecer informações sobre a capacidade da empresa em gerar dinheiro no curto e no longo prazo. Assim, pode-se afirmar que o fluxo de caixa operacional é a principal evidência de geração e consumo de caixa das operações da companhia.

Lopes e Martins (2007) afirmam que investidores de mercado de capitais estão preocupados com a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuro e na criação de valor. Assim, Barth, Cram e Nelson (2001) argumentam que as estimativas dos fluxos de caixa possibilitam avaliar o valor da empresa refletido no preço de ações. Neste sentido, Ross, Westerfield e Jaffe (2001) defendem que a companhia 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.

Ainda que o FASB (1978) 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. No entanto, Bowen, Burgstahler e Baley (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 (1991) no Reino Unido e de Percy e Stokes (1992) na Austrália, corroboram os achados de Bowen, Burgstahler e Baley (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 CPC (2008) 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 empresas europeias que divulgaram as informações sobre remuneração executiva no período de 2007 a 2016. A eleição de empresas de países

participantes da União Europeia se deu principalmente em função do padrão contábil adotado pelas nações, fato este que garante uniformidade das informações coletadas.

A relevância econômica do bloco também foi fator determinante na escolha dado que, em 2015, a economia europeia gerou um PIB de 14,6 trilhões de euros, apresenta cerca de 20% das trocas comerciais mundiais e 62% das operações intragrupo e somadas importações e exportações da União Europeia está entre as três maiores potências mundiais, juntamente com China e Estados Unidos (Europa.eu, 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.

A opção em escolher o período de 2007 a 2016 foi em função da recente adoção das normas internacionais padrão IFRS em 2005, dados dois anos de adaptação e ajustes das empresas à adoção inicial das normas. Deste modo, ainda foi possível manter um período de dez anos de observações, o que segundo Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), Fávero (2013) e Yoshinaga (2009) considera-se um período de tempo interessante na análise de dados em painel.

TABELA 1 – Amostra

2007 à 2016	Amostra	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 2007 a 2016, 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.

Os modelos em painel tratam a heterogeneidade dos dados e se apresentam em modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. 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. Na sequência, 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.

A variável dependente testada foi a variação da remuneração total contra a variável independente variação no fluxo de caixa operacional. Por variáveis de controle adotou-se a receita total para tamanho 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:

$$\Delta CEOComp_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \Delta CFO_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 GC_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

- $\Delta CEOComp$: Variação na remuneração executiva total, da empresa i, no período t;
- ΔCFO : Variação do fluxo de caixa operacional da empresa i, no período t;
- Tam: Tamanho 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 - são oferecidos incentivos adicionais aos executivos de companhias abertas europeias como prêmio pela geração de caixa operacional.

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 estatística descritiva apresentada na tabela 2 indica remuneração média anual de pouco menos de 16 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
----------	-----	-------	---------------	-----	-----

Comp	CEO	3.710	15.969.616,05	53.758.476,94	1.000.004,91	1.987.446.206,45
ρ	$\Delta CEOCom$	3.710	781.956,37	59.193.014,55	-	1.974.676.405,47
	CFO	3.710	309.833.956,51	2.992.184.481,33	13.282.892.667,34	50.916.000.000,00
	ΔCFO	3.710	143.657.860,60	3.804.695.167,63	44.304.518.000,00	50.798.980.604,85
	Tam	3.710	20.196.091.812,62	36.084.344.404,80	29.040.029,04	470.171.000.000,00
	CG	3.710	54,25	28,34	0,13	99,87

Fonte: Os autores

O fluxo de caixa operacional apresentou média de 309 milhões de dólares, com variação média de aproximadamente 143 milhões de dólares. A amostra contempla empresas que apresentaram fluxo de caixa operacional negativo, na ordem de pouco mais de 13 bilhões de dólares e empresas com fluxo de caixa operacional positivo na ordem de 50 bilhões de dólares.

As companhias apresentam, em média, 20 bilhões de dólares em receita anual, com variação entre 29 milhões de dólares a 470 bilhões de dólares. Todas são companhias de grande porte. O indicador de governança corporativa representa o comprometimento e efetividade do uso das melhores práticas de governança corporativa, medido pela Thomson Reuters. A escala é de 0 a 100, com média de 54,25 pontos e variação entre 0,13 e 99,87 pontos.

Posto isto, verificou-se a 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 também a existência de multicolinearidade entre as variáveis. O modelo não demonstra a existência de multicolinearidade pois não apresentou R^2 alto e tampouco valores muito baixos para a estatística t e os testes formais corroboram as afirmações anteriores: i-) o Teste de Fator de Inflacionamento da Variância (VIF), apontou valor menor que 10, situação em que pode-se afirmar que as variáveis não são colineares; ii-) o grau de tolerância $1/VIF$, que deve ser maior que 0,1 para que não haja multicolinearidade; iii-) utilizou-se do teste Breusch-Pagan-Godfrey para verificar a existência de heterocedasticidade. O teste fornece resultado com base no χ^2 , com hipótese nula de homocedasticidade. Com significância estatística a 1%, o teste rejeita a hipótese nula; iv-) constatou-se através do teste

de White a existência de heterocedasticidade nos dados. A maneira adotada de adequação a este problema foi a correção robusta de White, que ajusta os erros padrão a partir da heterocedasticidade do modelo (Wooldridge, 2010):

TABELA 3 - Teste pressupostos da regressão

Variável	Normalidade	VIF	1/VIF
$\Delta CEOComp$	0,61993		
ΔCFO	0,56065	1,00	0,999981
Tam	0,52043	1,03	0,969868
GC	0,95426	1,03	0,969885
Breusch-Pagan-Godfrey: Prob > chi ² = 0,0001			
White: P-value = 1,9e-04			

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(3, 3706) = 3,15	Qui-Quadrado (01) = 0,00	Qui-Quadrado (3) = 13,13
Prob > F = 0,0240	Prob > chibar2 = 1,0000	Prob > chibar2 = 0,0044

Fonte: Os autores

De acordo com o teste, o modelo mais adequado é o de efeitos fixos, rejeitando-se a hipótese nula a 1%. 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
Coeficiente	756.428,50	493.420,10	1,53	0,0260
ΔCFO	0,0001145	0,0000627	1,83	0,0690

Tam	- 0,0001310	0,0000286	- 4,58	0,0000
GC	22.618,53	7.305.254,00	3,10	0,0020
Prob > F = 0.0000				
R-squared within = 0.0090				
R-squared between = 0.0369				
R-squared overall = 0.0031				
Fonte: Os autores				

Conforme apresentado na tabela 4, o modelo apresentou significância estatística a 10% para a variável explicativa ΔCFO e significância estatística a 1% para tamanho e governança corporativa. Segundo os achados, nota-se que a remuneração executiva varia US\$ 1,145 quando há variação do caixa de cerca de US\$ 10.000,00. A relação num primeiro momento parece tímida. No entanto, a amostra apresentou uma variação média do Fluxo de Caixa Operacional na ordem de 144 milhões de dólares, o que proporciona ao executivo, em função da boa gestão do caixa, uma remuneração adicional de 16,5 mil dólares por ano. Dado que a amostra apresentou remuneração total média de quase US\$ 16 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 conseqüentemente a riqueza do acionista, o que mitiga o problema de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Ainda, segundo o modelo, essa relação ocorre em empresas de menor porte, com receita 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), tal que os autores 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.

O modelo permite ainda 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 de US\$ 22.618,53 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. CONCLUSÃO

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 voltou-se para investigar se são oferecidos incentivos adicionais aos executivos de companhias abertas europeias como prêmio pela geração de caixa operacional.

O uso do FCO como medida de desempenho das ações dos executivos contribui para a determinação do pacote de remuneração. O estudo identificou um prêmio médio de US\$ 16.000 na remuneração em razão da geração de caixa, ou seja, os resultados apontam para um bônus desta grandeza, em função do aumento do caixa operacional médio da amostra.

Assim, se o plano de remuneração prever apenas a mensuração do desempenho pelo valor das ações, não conseguirá 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).

Adicionalmente, o fluxo de caixa apresenta ao menos duas características complementares à análise do desempenho econômico: i-) o FCO é menos suscetível ao gerenciamento em favor do executivo, como destacado por Petty e Ross (2009), Deo (2012) e Deo (2016) e; ii-) complementar o pacote de remuneração com a variável “fluxo de caixa operacional” contribui para evitar o fenômeno de existência de lucros e falta de caixa, como destacado por Mills e Yamamura (2000).

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 de grande porte contratam os melhores talentos e os atraem pela remuneração fixa. 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.

Por fim, o estudo aponta para níveis remuneração maiores para executivos que adotam boas práticas de governança corporativa. Os achados corroboram os estudos de Souza e Borba (2007) e Ventura (2013) 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 daqueles estudos: segundo Souza e Borba (2007), mercados financeiros mais maduros tendem a ter a aplicação das boas práticas de governança corporativa mais enraizadas.

O estudo constatou que o fenômeno está presente em companhias de menor porte e em companhias que adotam boas práticas de governança corporativa. 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.

Outra limitação se deu em relação à amostra: companhias europeias. Como sugestão de estudos futuros, replicar o estudo em mercados emergentes ou ainda em mercados menos maduros que o europeu, principalmente para verificação se há variação dos achados em função das práticas de governança corporativa adotadas.

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. A. O.; & Ribeiro, M. S. (2017). Trinta anos de pesquisa em remuneração executiva e retorno para o acionista. In: CONGRESSO ANPCONT. 11., 2017, Belo Horizonte. Anais... Belo Horizonte: ANPCONT.

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., Clubb, C.D.B., Manson, S., & Wearing, R.T. (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>

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.

Bebchuck, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. London: Harvard University Press.

Bell, B. D., & Reenen, J. V. (2013). Extreme wage inequality: pay at the very top. *American Economic Review*, 103 (3), pp. 153-57.

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.

Bowen, R.M., Burgstahler, D., & Daley, L.A. (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), p. 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, 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>

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>

Clinch, G., & Magliolo, J. (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. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Executive* 20(1), pp. 25-44. doi: 10.5465/AMP.2006.19873408

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. (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. (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>

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, 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

Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review* 10(1), p. 131-156. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2013.10.1.6>.

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.

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. *Encontro Nacional de Pesquisas em Administração*. Salvador, BA, Brasil, 30.

Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2005). Executive pay and performance in the UK 1994-2002, *The Centre for Market and Public Organisation* 05, pp. 122-163.

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

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> 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>

Jonas, G. A. (2007). An empirical study of executive management team compensation and company performance. Thesis, Virginia Commonwealth University, Richmond, Virginia, United States of America.

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., Ghicas, D. & Pastena, V. (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, p. 31-48. DOI: 10.1016/0165-4101(83)90004-6

Lopes, A.B.; & Martins, E. (207). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.

Main, B.G., Bruce, A., & Buck, T. (1996) Total board remuneration and company performance. *The Economic Journal*, 106, pp. 1627-1644.

Mills, J.R., & Yamamura, J.H. (2000). The Power of Cash Flow Ratios. *Journal of Accountancy*, 186(4), pp. 53-61.

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.

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), p.227-265. DOI: 10.1506/BUQJ-8KUQ-X2TF-K7T4

Percy, M., & Stokes, D.J. (1992), Further Evidence on Empirical Relationships Between Earnings and Cash Flows. *Accounting and Finance*, 32(1), May, pp. 27-49.

Perry, T., & Zenner, M. (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.

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.

Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. 4. ed. São Paulo: CENGAGE Learning.