

**Área Temática: 3 - Estratégia em Organizações**

**EBITDA E A REMUNERAÇÃO DE AGENTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**AUTORAS**

**VIRNA FERNANDES TÁVORA ROCHA**

Universidade Federal do Ceará

virnaftr@gmail.com

**GISELLE CAVALCANTE QUEIROZ**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

gisellecqueiroz@gmail.com

**ALESSANDRA VASCONCELOS GALLON**

Universidade Federal do Ceará - UFC

alegallon@terra.com.br

**RESUMO**

Na busca da redução de um dos conflitos da relação de agência, as organizações passam a estabelecer regras para as estruturas de remuneração dos administradores, adotando políticas de remuneração que recompensem os agentes com base no desempenho organizacional. Essa modalidade de remuneração geralmente se baseia em indicadores não contábeis de desempenho organizacional, como o Ebitda. Nesse contexto, o presente estudo objetiva analisar a correlação entre o Ebitda evidenciado pelas empresas que formam o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BM&FBovespa e a remuneração dos agentes de governança corporativa. A pesquisa se caracteriza como descritiva, de natureza quali-quantitativa. Foram coletados os valores de Ebitda das organizações, referentes a 2010, do Economática<sup>®</sup>, e a remuneração paga aos agentes de governança e a sua composição do mesmo ano, do Formulário de Referência. Os resultados demonstram que dentre as variadas formas de compensação, a remuneração fixa é a mais representativa para o conselho de administração, enquanto que os diretores estatutários são remunerados por uma maior parcela de remuneração variável. O estudo confirma a existência de uma correlação positiva entre o Ebitda e a remuneração dos agentes de governança corporativa, reafirmando o uso desse indicador nos planos de remuneração estabelecidos pelas organizações.

**Palavras-chave:** Remuneração de agentes. Indicadores não contábeis. Ebitda.

**ABSTRACT**

In search of a reduction of conflicts of agency relationship, organizations start to lay down rules on directors' remuneration structures, adopting compensation policies that reward agents based on organizational performance. This type of compensation is generally based on non-financial indicators of organizational performance such as EBITDA. In this context, this study aims at analyzing the correlation between EBITDA disclosed by companies that comprise the Stock Index of Corporate Governance (IGC) of the BM&FBovespa and the remuneration of the agents of corporate governance – board and executive directors. The research is characterized as descriptive, using qualitative and quantitative approaches. The EBITDA of the companies refers to 2010 and were collected from Economática<sup>®</sup>, and the remuneration and its composition paid to agents of corporate governance, of the same year, from the

Reference Form. The results show that among the various forms of compensation, the fixed remuneration is the most representative for the board, while the executive directors are compensated by a higher share of variable compensation. The study confirms the existence of a positive correlation between EBITDA and remuneration for agents of corporate governance, confirming the use of this indicator in compensation plans established by the organizations.

**Keywords:** Remuneration of agents. Non-financial indicators. Ebitda.

## 1 INTRODUÇÃO

Uma mudança na estrutura societária das empresas, antes concentrada em uma pessoa e agora pulverizada por diversos acionistas, ocorreu no mundo moderno devido à complexidade das operações das empresas, que exigiu a contratação de especialistas para gerenciar seus setores operacionais (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). Essa relação entre a empresa e o especialista contratado para a gestão, chamada de relação de agência, se apresenta como um contrato por meio do qual o principal (acionista) contrata um agente (administrador) para, em seu nome, executar algum serviço, envolvendo a delegação de autoridade para tomar decisões (JENSEN; MECKLING, 1976). O contrato – ou, como afirmam Fama e Jensen (1983), as “regras internas do jogo” – determina os direitos de cada agente, os critérios de avaliação de seu desempenho e os *payoffs* que enfrentarão.

A separação entre propriedade e controle de uma empresa conduz a mudanças na forma de gerenciá-la, já que, no exercício do processo decisório, os agentes tendem a considerar não apenas o interesse do principal, mas também os seus próprios (NASCIMENTO; BIANCHI; TERRA, 2007), dando origem ao problema de agência. Tal problema se apresenta quando o agente dá prioridade aos seus próprios interesses, deixando em plano secundário as necessidades do principal (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004).

Nesse contexto, as políticas de remuneração dos executivos se manifestam como uma forma de alinhar estrategicamente os interesses dos agentes com os dos acionistas, a fim de reduzir o problema de agência, por meio de salários e bonificações de curto, médio e longo prazo (SENNA, 2010). Os incentivos provenientes da remuneração motivam os administradores a alcançar os objetivos institucionais, e os acionistas se satisfazem com o desempenho organizacional. Nesse sentido, a governança corporativa procura solucionar os conflitos de agência, mediante estabelecimento de órgãos de controle, como o conselho de administração e a diretoria estatutária – focos do presente estudo.

Para apoiar a definição dos componentes de remuneração e possibilitar o alinhamento entre os interesses dos agentes e os dos acionistas, são utilizados alguns indicadores contábeis, e alguns não contábeis. Dentre os indicadores não contábeis, o Ebitda – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – se apresenta como um indicador de longo prazo capaz de garantir o comprometimento dos gestores com o alcance das metas (FREZATTI; AGUIAR, 2007), e se mostra como importante indicador de desempenho econômico-financeiro, além de servir de base para avaliação de empresas (VASCONCELOS, 2001). Como o uso de medidas não contábeis predomina nos contratos de remuneração (ITTNER; LARCKER; RAJAN, 1997), o Ebitda, conforme Lins (2006), é o segundo indicador mais utilizado em programas de bônus para executivos. Apesar das críticas à utilização desse indicador pelos gestores internos no direcionamento de ações estratégicas (FREZATTI; AGUIAR, 2007), o Ebitda evidencia a viabilidade de um negócio pela análise da eficiência e produtividade, além de ser utilizado como base para pagamento de bônus a administradores (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004).

Nesse contexto, o presente estudo procura responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a correlação entre o Ebitda evidenciado pelas empresas componentes do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BM&FBovespa e a remuneração de agentes de governança corporativa?

Considerando-se que na Teoria da Agência, agente e principal defendem interesses divergentes, e que o Ebitda possibilita a avaliação dos agentes por parte dos principais (VASCONCELOS, 2001), sendo um dos indicadores mais utilizados como base para o pagamento de bônus a executivos (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004; LINS, 2006), a

presente pesquisa levanta a hipótese de que nas empresas há correlação entre o indicador Ebitda e a remuneração dos membros do conselho de administração e da diretoria estatutária.

Dessa forma, a pesquisa tem como objetivo geral analisar a relação entre o Ebitda evidenciado pelas empresas componentes do IGC da BM&FBovespa e a remuneração dos membros dos respectivos conselhos de administração e diretorias estatutárias. Quanto aos objetivos específicos, procurou-se analisar os componentes de remuneração dos agentes do conselho de administração e da diretoria estatutária; e identificar os indicadores não contábeis evidenciados pelas empresas.

Para o desenvolvimento deste estudo, fez-se uso de uma abordagem quali-quantitativa, por meio de uma pesquisa descritiva e de procedimento documental. Os dados secundários referentes à remuneração paga aos agentes de governança e à sua composição foram coletados nos Formulários de Referência, alusivos ao ano-base 2010, de 182 empresas participantes da pesquisa, disponibilizados no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2011, e os valores de Ebitda das organizações, referentes a 2010, no banco de dados do Economática<sup>®</sup>. Além da análise de conteúdo, fez-se uso do teste de correlação de *Spearman* no tratamento dos dados.

Considerando-se as exigências externas, em especial dos atores chamados de principais, interessados em bons resultados e retornos, assim como as exigências internas, decorrentes da necessidade de esforços para atendimento dos interesses dos principais, esta pesquisa se justifica na medida em que analisa a relação entre indicadores de desempenho e agentes de conselho de administração e diretoria, envolvidos no dia a dia das organizações, com vistas ao alinhamento de interesses proposto pela Teoria da Agência.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Teoria da Agência

Com o desenvolvimento das organizações, aquelas cujos controle e administração eram centralizados na figura de seu proprietário tornaram-se mais complexas, (NASCIMENTO; BIANCHI; TERRA, 2007), exigindo a contratação de especialistas para gerenciar seus setores operacionais (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). Diante dessa necessidade, a Teoria da Agência procura descrever a relação de dois indivíduos, o principal e o agente, este com a missão de agir em busca do atendimento dos interesses daquele, em troca de uma remuneração (DALMÁCIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato por meio do qual o principal contrata um agente para desempenhar um serviço em seu benefício, através da delegação da autoridade para a tomada de decisões. Nessa relação, o principal provê capital, assume riscos e desenvolve incentivos; e o agente toma as decisões em prol do principal e assume riscos (LAMBERT, 2001).

A separação entre propriedade e controle, ou seja, da decisão e das funções que suportam risco, não é comum apenas às grandes organizações, mas também àquelas formadas por grandes parcerias profissionais e sem fins lucrativos (FAMA; JENSEN, 1983), dando origem ao problema de agência. Tal problema se apresenta quando os agentes dão prioridade aos seus próprios interesses, deixando em plano secundário as necessidades dos principais (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004). Entretanto, a questão também envolve o principal, quando este resolve satisfazer suas necessidades em detrimento dos objetivos dos agentes (BIANCHI, 2005).

Segundo Jensen (1994), a Teoria da Agência postula que haverá conflitos de interesse sempre que os indivíduos se engajarem na realização de atividades cooperativas. Os conflitos de interesse entre agente e principal podem ser motivados por fatores como: aversão ao

esforço por parte do agente; desvio de recursos para uso próprio por parte do agente; horizontes temporais diferentes, preocupando-se o agente tão-somente com as ações de impacto no curto prazo ou com a forma como os demais irão avaliar as suas atividades, o que afetará a sua compensação futura; e aversão ao risco de maneira diferencial por parte do agente (LAMBERT, 2001).

Como forma de garantir que o poder do administrador não seja absoluto e que os recursos da empresa sejam aplicados em ações do interesse dos acionistas, deve ser instituído um conselho de administração para orientar e fiscalizar as ações dos agentes, visando sempre ao interesse do principal (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004). Além do conselho, outras ações podem auxiliar nesse processo, como selecionar bons gestores e certificar-se de que os gestores envidarão os esforços apropriados e agirão de forma alinhada com os interesses dos acionistas (VIVES, 2000).

Nesse contexto, a governança corporativa se propõe superar os problemas de incentivo entre o gestor e os financiadores externos (VIVES, 2000). A governança corporativa pode ser entendida como uma forma de proteger credores e acionistas de uma empresa (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). Um sistema de governança envolve a determinação de um sistema de controle de gestão, com o intuito de direcionar o comportamento dos agentes para que os interesses dos acionistas sejam atendidos (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004).

Para controlar as atividades dos agentes e assegurar a obtenção dos resultados de seu interesse, o principal pode estabelecer incentivos apropriados aos agentes, incorrer em custos de monitoramento com o intuito de limitar as suas atividades anormais e remunerá-los de forma tal que os incentive a tomar as decisões que garantam a compensação do principal caso venham a agir de forma adequada (JENSEN; MECKLING, 1976). Bianchi (2005) sugere que o comportamento do agente seja controlado por meio da criação de incentivos que auxiliem na promoção dos interesses dos principais. Vives (2000) propõe a concessão de incentivos financeiros ou de encarecimento, baseando-se, para tanto, em medidas de desempenho observáveis; o monitoramento e o controle do desempenho dos agentes; e proteção legal.

Como os dois atores envolvidos, agente e principal, são maximizadores de utilidade, existem razões para se afirmar que o agente nem sempre atuará em prol do melhor interesse do principal, havendo divergências entre as decisões dos agentes e as decisões que maximizam o bem-estar do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Diante disso, a remuneração estabelecida para os administradores tem sido tratada como possível minimizadora do problema de agência.

## 2.2 Remuneração dos agentes de governança corporativa

A remuneração dos administradores tem importância central na discussão sobre os problemas de agência (ABUGU, 2012), e passou a ser assunto de muitos debates no mundo corporativo, devido aos desalinhamentos entre os resultados das organizações e a remuneração de seus dirigentes, ocorridos na crise de 2008 (IBGC, 2012).

Garen (1994) afirma que a estrutura da remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*) com a finalidade de lhe proporcionar os incentivos adequados, é uma das maneiras de resolver o problema de agência. Jensen e Murphy (1990a) expõem que a Teoria da Agência prevê uma política de remuneração projetada para ofertar incentivos ao gerente, para que ele implemente ações que levem ao aumento dos ganhos dos acionistas.

A política de remuneração constitui um dos fatores mais importantes em uma organização de sucesso, compreendendo itens como salário, bônus e opções de ações. Segundo, Jensen e Murphy (1990b), essas modalidades de remuneração podem ser estruturadas como forma de proporcionar boas recompensas para um desempenho superior e

penalidades para um mau desempenho. Os autores esclarecem ainda ser fundamental que os acionistas compreendam detalhadamente os planos de remuneração e seus impactos no comportamento futuro dos administradores.

Como forma de minimizar os problemas de agência, a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) estabelece que a remuneração dos administradores seja fixada por meio de assembleia geral de acionistas. A preocupação com a remuneração se tornou ainda mais forte após a edição da Instrução Normativa 480/2009 da CVM, que exige a divulgação da remuneração dos administradores no Formulário de Referência (IBGC, 2012).

A remuneração dos administradores pode compreender remuneração fixa (salário-base), benefícios e remuneração variável, além de remuneração por habilidade e competência (SENNA, 2010). Dessa forma, é possível simplificar a remuneração em três componentes: fixa, variável e benefícios.

Após realizar pesquisa sobre a remuneração dos agentes de governança corporativa, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2012) apresentou dados sobre a composição da remuneração dos indivíduos pertencentes à diretoria estatutária e ao conselho de administração das empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, assim como às empresas que formam o Índice Brasil (IbrX) não participantes de nenhum dos segmentos diferenciados da BM&FBovespa (IBGC, 2012). Segundo a pesquisa do IBGC (2012), a remuneração dos membros dos conselhos de administração das empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBovespa compreende uma parcela predominantemente fixa, correspondente, em média, a 89,9% do total, e uma parcela variável, incluindo a opção por ações, correspondente a 10,1%. Enquanto isso, a remuneração da diretoria estatutária das mesmas empresas compreende uma parcela fixa correspondente a 54,9% do total, e uma parcela variável, incluindo a opção por ações, correspondente a 10,1% (IBGC, 2012).

A pesquisa do IBGC (2012) também identificou que 77,4% das empresas dos segmentos diferenciados de governança pagam aos seus conselheiros apenas remuneração fixa, enquanto 15,3% os remuneram por meio de parcelas fixa e variável, incluindo a opção por ações. Para a diretoria estatutária, a remuneração se configura de maneira diferente: 9,9% das empresas optam por remuneração fixa, enquanto 83,5% adotam remuneração fixa e variável, incluindo a opção por ações. Essa mesma pesquisa demonstra que na remuneração dos diretores a parcela variável é bem maior que na remuneração dos conselheiros, corroborando o estudo de Oliva e Albuquerque (2006), segundo o qual a remuneração do conselheiro é módica, diferentemente do que ocorre em relação à diretoria executiva.

Sobre a remuneração dos administradores, Murphy (1985) sugere que, em certa medida, a compensação deve estar ligada à produtividade. Entretanto, há estudos (JENSEN; MURPHY, 1990a; GAREN, 1994; HOLMSTROM; MILGROM, 1996; NASCIMENTO *et al.*, 2011) que são contrários a esse pensamento. As suscetibilidades de remuneração por desempenho geralmente a tornam inconsistente com a Teoria da Agência (JENSEN; MURPHY, 1990a). Holmstrom e Milgrom (1996) afirmam que o problema de remunerar com base em incentivos é maior do que o apresentado pelos modelos da Teoria da Agência, já que as medidas de desempenho que servem de base para as recompensas podem agregar aspectos muito diferentes em um único número e podem também omitir outros aspectos de desempenho essenciais para que a empresa possa atingir seus objetivos. Garen (1994) reforça tal pensamento ao propor que ainda há pouca evidência de pagamento baseado no desempenho, como se poderia esperar diante da relação entre agente e principal. Em um estudo empírico, Nascimento *et al.* (2011) chegaram à conclusão de que a utilização de planos de ação não leva as empresas a demonstrar melhor desempenho que as demais. Apesar das críticas, as empresas mantêm a prática de considerar o desempenho para estabelecer práticas de remuneração dos agentes (NASCIMENTO *et al.*, 2011).

Como já exposto, a relação entre acionista – principal – e administrador – agente – se manifesta por meio de um contrato, de forma que os gestores e a organização devem ter plena concordância de como as recompensas e as medidas de desempenho se relacionarão (OYADOMARI *et al.*, 2009). As organizações instituem contratos de desempenho atrelados a indicadores contábeis, econômicos e financeiros, que podem ser usados como parâmetros para a remuneração de gestores (DALMÁCIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009). Dentre os indicadores utilizados, o Ebitda é amplamente indicado para parâmetro de remuneração, por apresentar o desempenho operacional da organização.

### 2.3 EBITDA

Em um contexto de incertezas e de frequentes mudanças, a adoção de medidas de avaliação de desempenho econômico e financeiro, como o Ebitda, ganha destaque no subsídio a decisões de investidores e usuários de informações contábeis (ZANOLLA; LIMA, 2011).

Também conhecido no Brasil como Lajida (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), o Ebitda “é um instrumento de avaliação e análise de desempenho de empresas, utilizado com bastante frequência por investidores e analistas de mercado” (ZANOLLA; LIMA, 2011, p. 120), calculado a partir da Demonstração do Resultado do Exercício (FREZATTI; AGUIAR, 2007). Quando apurado o lucro antes dos juros, do imposto de renda, da contribuição social, das depreciações e das amortizações, o que se obtém é o potencial de fluxo de caixa operacional (FREZATTI; AGUIAR, 2007; ALCALDE, 2010).

Ao apresentar a perspectiva histórica do Ebitda, Stumpp *et al.* (2000) expõem que antes da década de 1980, o Ebit (*Earnings Before Interest and Taxes*) era o principal indicador para a determinação da capacidade de uma companhia para pagar suas dívidas. Entretanto, ao entrar na década de 1980, depreciação e amortização, aspectos não monetários, passaram a estar disponíveis para o pagamento das dívidas, desenvolvendo-se, então, o Ebitda, ferramenta que se tornou largamente utilizada para medir o fluxo de caixa de uma companhia e, conseqüentemente, a sua capacidade de pagamento das dívidas. Com o passar do tempo, o uso do Ebitda evoluiu, sendo adotado inicialmente em contextos empresariais específicos, para eventualmente passar a ser aplicado de forma universal (STUMPP *et al.*, 2000).

Vasconcelos (2001) afirma que o Ebitda se revela importante indicador de desempenho econômico-financeiro, servindo de base para avaliação de empresas. É tratado como indicador de longo prazo, que pode servir como referência sobre o desempenho da empresa (FREZATTI; AGUIAR, 2007).

O Ebitda garante o comprometimento dos gestores com o alcance das metas (FREZATTI; AGUIAR, 2007), predominando nos contratos de remuneração (ITTNER; LARCKER; RAJAN, 1997). De acordo com Lins (2006), é o segundo indicador mais utilizado em programas de bônus para executivos.

Embora o Ebitda seja uma medida essencialmente operacional, nem todas as receitas consideradas no indicador são auferidas à vista, ou seja, recebidas; e nem todas as despesas estão efetivamente quitadas. Com isso, o Ebitda deve ser considerado um potencial gerador de caixa a partir do Ativo Operacional (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004; ALCALDE, 2010), não podendo utilizar as expressões “geração efetiva de caixa operacional” e “fluxo monetário” (VASCONCELOS, 2001, p. 2). Lima, Santana e Nossa (2004) explicam que esse indicador não considera resultados financeiros em sua apuração; porém, segundo Vasconcelos (2001, p. 3), “é utilizado como aferidor de desempenho na geração de recursos próprios decorrentes da atividade fim do negócio”.

Ao ser apresentado por diversos autores, o Ebitda tem sido alvo de muitas controvérsias. Há defensores e críticos, que apresentam vantagens e desvantagens desse indicador. A partir de estudos de outros autores, Lima, Santana e Nossa (2004) apresentam algumas desvantagens do Ebitda: é sensível à avaliação de estoques, especialmente quando sua análise objetiva determina o valor de mercado de empresas; o valor informativo é mais significativo quando usado de forma associada com outras técnicas de análise ou outros indicadores; por desconsiderar despesas financeiras, pode se tornar um indicador que não demonstra a real situação de uma empresa que possui um alto grau de endividamento, já que este pode omitir grandes prejuízos líquidos.

Dentre as vantagens, Lima, Santana e Nossa (2004) destacam: apoio às decisões de mudanças na política financeira da empresa, caso exista um valor de Ebitda satisfatório; utilização como *benchmarking* financeiro, através da análise comparativa de seus indicadores estáticos ou absolutos com os de outras empresas congêneres; servir de base para avaliação de empresas, por evidenciar a viabilidade dos negócios, através da aferição da eficiência e produtividade; utilização pelas empresas para estabelecer suas metas de desempenho; e servir de base para pagamento de bônus a empregados.

Apesar de Frezatti e Aguiar (2007) avaliarem negativamente a utilização do Ebitda pelos gestores internos no direcionamento das estratégias organizacionais, o indicador evidencia a viabilidade de um negócio, podendo ser utilizado também como base para pagamento de bônus aos administradores (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004).

Dalmácio, Rezende e Slomski (2009) tratam o Ebitda como uma medida de *performance* estratégica adotada para alinhar os interesses de gestores e acionistas. Contratos de *performance* estabelecidos entre gestores e empresas são atrelados a indicadores econômico-financeiros, como o Ebitda, para assegurar os níveis de rentabilidade desejados e a continuidade dos negócios (LINS, 2006; DALMÁCIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009). A remuneração baseada na *performance* e em medidas de desempenho permite que tanto os interesses dos gestores como dos acionistas estejam em foco.

Dessa forma, o Ebitda se mostra como indicador do retorno esperado pelos acionistas, enquanto a remuneração se apresenta como o retorno da organização para os administradores. O estudo da relação entre as duas variáveis auxilia na análise da existência de alinhamento entre os retornos esperados por agente e principal.

### 3. METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, trata-se de pesquisa do tipo descritiva, já que procura descrever o comportamento de um fenômeno (COLLIS; HUSSEY, 2005,). Com relação à natureza do problema, o estudo é qualiquantitativo, adotando-se o modelo de enfoque dominante, com prevalência do enfoque quantitativo, apenas agregando-se a pesquisa qualitativa (SAMPLERI; COLLADO; LÚCIO, 2006). A pesquisa é também quantitativa, pois procura identificar uma relação entre variáveis (CRESWELL, 2010) – o Ebitda e a remuneração dos agentes de governança corporativa –; e coletar e analisar dados numéricos, com a aplicação de testes estatísticos (COLLIS; HUSSEY, 2005) – correlação de *Spearman*. A abordagem qualitativa se fundamenta em dados de textos (CRESWELL, 2010), utilizando a análise de conteúdo como um método formal para converter textos em variáveis numéricas que possibilitem uma análise quantitativa (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Os dados secundários foram coletados na modalidade transversal, ou seja, foram extraídos em um determinado momento do tempo (CRESWELL, 2010), a partir do Formulário de Referência das empresas, ano-base 2010, disponibilizados no *website* da CVM.

A população da pesquisa reúne as 182 empresas componentes do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BM&FBovespa, na posição de 02/05/2012,

distribuídas segundo os níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa de valores brasileira, na forma a saber: Nível 1 – 35 empresas; Nível 2 – 20 empresas; Novo Mercado – 127 empresas. Nove empresas deixaram de ser consideradas no estudo, devido à indisponibilidade de dados, totalizando uma amostra de 173 companhias.

Os Formulários de Referência completos dessas empresas foram coletados entre os dias 3 e 28 de maio de 2012, através de arquivos compactados que apresentavam a versão mais atualizada publicada em 2011, no *website* da CVM. Os arquivos baixados foram abertos através do programa “Empresas.net”, disponibilizado pela CVM em seu próprio *website*.

Os dados qualitativos quanto à composição da remuneração dos agentes de governança foram coletados a partir do item “Política/prática de remuneração”, do tópico 13.1 do Formulário de Referência, e os dados quantitativos, representados pelos valores pagos aos agentes, foram coletados do item “Remuneração total por órgão”, do tópico 13.2 do referido formulário. Quanto ao indicador de desempenho, foi coletado o valor do Ebitda presente no banco de dados Economatica<sup>®</sup>, das empresas que evidenciaram esse indicador no Formulário de Referência. A análise de conteúdo possibilitou ainda a identificação e coleta de outros indicadores não contábeis evidenciados pelas empresas da amostra.

Na análise dos dados qualitativos foi realizada, ainda, análise de conteúdo do item “i) Descrição dos elementos da remuneração e os objetivos de cada um deles”, pertencente ao item “b) Composição da remuneração” das políticas de remuneração das organizações selecionadas, do Formulário de Referência.

Para a análise dos dados quantitativos, além da estatística descritiva das variáveis, fez-se uso da correlação de *Spearman*, utilizando-se o *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

## 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Remuneração dos agentes de governança corporativa

A análise de conteúdo realizada a partir dos dados coletados do Formulário de Referência sobre a composição da remuneração dos agentes de governança corporativa demonstrou que, em geral, as políticas de remuneração das empresas analisadas são estruturadas de forma a garantir maiores retornos àqueles com maiores responsabilidades no desempenho empresarial. Prevalece uma política de remuneração com maior número de componentes para diretores estatutários, enquanto o conselho de administração é recompensado em grande parte por meio de remuneração fixa, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Proporção dos componentes da remuneração dos agentes de governança corporativa

Modalidade de Remuneração	Conselho de Administração		Diretoria Estatutária	
	Quantidade	Proporção (%)	Quantidade	Proporção (%)
Fixa	98	53,8	9	4,9
Fixa e Variável	44	24,2	51	28,0
Fixa, Variável e Benefícios	13	7,1	113	62,1

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise da composição da remuneração de cada um dos agentes demonstra que a maior parte das empresas paga aos membros dos conselhos de administração apenas por meio de remuneração fixa, enquanto menos de um quarto das organizações adota a remuneração fixa e variável, e apenas 7% delas ofertam benefícios, além das remunerações. A composição

da remuneração dos diretores estatutários se apresenta de modo diferente: os diretores são, na grande maioria, remunerados com as três modalidades. Pouco mais de um quarto das empresas remunera de forma fixa e variável, enquanto apenas 5% adotam apenas remuneração fixa para os diretores.

Apesar de utilizar uma amostra um pouco diferente, o presente estudo se alinha à pesquisa do IBGC (2012), segundo a qual a maioria das empresas dos segmentos diferenciados de governança paga os membros de seus conselhos de administração apenas com remuneração fixa, enquanto cerca de um oitavo delas adota remuneração fixa e variável. Com relação aos diretores estatutários, menos de um décimo das organizações adota remuneração fixa, enquanto quase metade delas adota remuneração fixa e variável.

A Tabela 2 apresenta uma síntese da análise de conteúdo feita a partir dos Formulários de Referência, indicando as proporções de empresas que praticam cada uma das modalidades de remuneração especificadas, por segmento de listagem ou nível diferenciado de governança corporativa.

Tabela 2 – Distribuição proporcional (%) dos componentes da remuneração dos agentes por nível de governança corporativa

Modalidade de Remuneração	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Conselho de Administração	Diretoria Estatutária	Conselho de Administração	Diretoria Estatutária	Conselho de Administração	Diretoria Estatutária
Fixa	97,1	100,0	90,0	90,0	22,9	60,0
Variável	34,3	80,0	55,0	85,0	20,0	55,0
Benefícios	22,9	60,0	20,0	93,7	11,8	69,3

Fonte: Dados da pesquisa.

As remunerações fixa e variável, assim como os benefícios, se apresentaram em maiores proporções para a diretoria estatutária do que para o conselho de administração, em todos os níveis de governança.

Evidencia-se que a remuneração fixa é a mais representativa dentre todas as formas de compensação para o conselho de administração, nos três níveis de governança. A remuneração variável, em todos os níveis, é maior para os diretores estatutários do que para os membros do conselho de administração. Esses resultados corroboram a pesquisa do IBGC (2012), segundo a qual, na remuneração dos diretores, a parcela variável é bem maior do que na remuneração dos membros do conselho de administração.

A Tabela 3 apresenta os valores da análise descritiva dos dados de remuneração dos membros do conselho de administração, da diretoria estatutária e da soma de ambos.

Tabela 3 – Estatística descritiva da remuneração dos agentes de governança corporativa

Medida	Remuneração (em reais)		
	Conselho de Administração	Diretoria Estatutária	Total
Média	2.241.500,98	12.672.165,86	14.913.644,75
Desvio-padrão	7.083.806,51	31.124.306,96	35.959.203,57
Mediana	710.709,00	5.557.293,50	6.442.562,06
Mínimo	0,00	0,00	0,00
Máximo	71.200.000,00	307.049.425,63	378.249.425,63

Fonte: Dados da pesquisa.

A média de remuneração da diretoria estatutária é bem maior que a média do conselho de administração, assim como a amplitude. A remuneração total é formada em maior proporção pelos valores pagos aos diretores estatutários. A remuneração dos agentes das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresenta alta variabilidade e baixos valores médios, apesar de algumas empresas apresentarem valores de

remuneração bem elevados. Tais resultados encontram similaridade com os do estudo de Oliva e Albuquerque (2006), segundo o qual a remuneração do conselheiro é módica, diferentemente do que ocorre com a diretoria executiva.

É importante verificar as diferenças existentes entre os valores de remuneração nos três segmentos diferenciados de governança corporativa, conforme Tabela 4.

Tabela 4 – Valores médios da remuneração por nível de governança corporativa

Segmento de listagem	Remuneração (em reais)		
	Conselho de Administração	Diretoria Estatutária	Total
Novo Mercado	1.520.282,90	9.128.799,42	10.686.800,74
Nível 2	1.490.281,60	19.585.392,61	20.143.036,47
Nível 1	6.164.496,36	25.028.525,15	30.247.778,44

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas listadas no Novo Mercado apresentam os menores valores de remuneração, na comparação com os outros dois níveis, sendo os valores pagos aos diretores bem superiores àqueles pagos aos membros dos conselhos de administração. No Nível 2, a diferença entre os valores da remuneração dos dois tipos de agente é maior que no Nível 1, pois a média de remuneração para os membros dos conselhos de administração é menor que o primeiro nível, enquanto a remuneração para a diretoria estatutária é superior. O Nível 1 de governança é composto pelas empresas que pagam os maiores valores a seus administradores (diretoria). Nesse nível, a média da remuneração dos membros dos conselhos de administração é bem maior que nos demais níveis. A remuneração total dos agentes cresce à medida que se passa do nível mais regulado para o menos regulado.

Após analisada a configuração da remuneração fixa e variável dos agentes de governança corporativa das empresas investigadas, por segmento de listagem da BM&FBovespa, faz-se necessário analisar a outra variável deste estudo, no caso o indicador não contábil Ebitda.

## 4.2 EBITDA

Ao analisar os Formulários de Referência das 182 empresas listadas no IGC da BM&FBovespa, com o intuito de verificar os indicadores não contábeis ali consignados, foi possível identificar que 146 empresas selecionaram o Ebitda como o indicador mais adequado para a devida compreensão da sua condição financeira e do seu resultado operacional, por meio da evidenciação do seu valor e pela justificação dessa escolha, como pode ser visto na Tabela 5.

Pode-se afirmar que 80,2% das organizações divulgam o Ebitda, sendo este o indicador não contábil mais evidenciado, confirmando o estudo de Zanolla e Lima (2011), segundo o qual o Ebitda se revela o indicador utilizado com maior frequência.

A opção pela evidenciação do Ebitda na maioria das empresas provavelmente se deve ao fato de o indicador desconsiderar despesas financeiras, possibilitando que sejam omitidos grandes prejuízos líquidos (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004) eventualmente registrados no exercício, o que evita descontentamentos por parte dos acionistas.

Tabela 5 – Indicadores não contábeis evidenciados pelas empresas

Indicadores Não Contábeis	Quantidade de empresas
EBITDA	146
EBIT	9
Endividamento / Endividamento Líquido / Caixa (Endividamento Líquido) / Caixa Líquido	6

FFO	
Lucro Líquido Ajustado	
Índice de Basileia (Bis)	
Dívida Líquida	
Índice de Eficiência	4
ROAA – Retorno Médio sobre os Ativos	
ROAE – Retorno Médio sobre o Patrimônio Líquido	
FFO ajustado	
Índice de Inadimplência	3
NOI – <i>Net Operating Income</i>	
Margem EBIT	
NIM – Margem Líquida Financeira	2
ROE	
Outros(*)	1

Fonte: Dados da pesquisa.

(\*) *Net Asset Value* (NAV), Caixa Livre, Capital de Giro, Capital Fixo, Desempenho Operacional, Despesas Financeiras Líquidas, Distribuição de Dividendos, Dividendo Declarado à Conta de Lucros Retidos, BITDA-A, EBITDAR, EBITDAX, Financiamentos, Índice de Cobertura, Índice de Recorrência, Investimento de Capital, Margem EBITDAX, Margem FFO Ajustado, Margem Financeira Gerencial, Margem NOI, *Non-Performing Loans* (NPL), Receita Líquida Ajustada, Receita Líquida Operacional, Retorno sobre o Capital Investido e Variação das vendas em mesmas lojas.

Para a análise quantitativa do Ebitda, foram utilizados os valores coletados no banco de dados Economática<sup>®</sup>. Nesse caso, 137 empresas evidenciaram o Ebitda, correspondendo a 75,3% da população considerada. Todas as tabelas apresentadas a partir deste ponto do estudo têm como base os valores do indicador disponibilizado pelo Economática<sup>®</sup>.

Em alguns casos (12 empresas), o Ebitda encontrado no Economática<sup>®</sup> apresentou valor negativo. Das 12 empresas com Ebitda negativo, sete evidenciaram-no no Formulário de Referência e cinco deixaram de fazê-lo. Nota-se, dessa forma, que mais da metade das empresas que apresentaram valor negativo para o indicador de desempenho fizeram a sua divulgação.

A Tabela 6 apresenta os valores da estatística descritiva do Ebitda, ou seja, sua média, desvio-padrão, mediana, mínimo e máximo.

Tabela 6 – Estatística descritiva do Ebitda (em reais)

Medida	Total
Média	840.530.817,81
Desvio-padrão	3.550.489.362,03
Mediana	144.913.500,00
Mínimo	-172.027.000,00
Máximo	46.183.630.000,06

Fonte: Dados da pesquisa.

Os valores apresentados na estatística descritiva do Ebitda variam entre R\$-172.027.000,00 (valor mínimo) e R\$ 46.183.630.000,06 (valor máximo). A média de R\$ 840.530.817,81 e o desvio-padrão de R\$ 3.550.489.362,03 indicam uma alta variabilidade dos valores do Ebitda dessa população. A presença de valores negativos extremos nos indicadores de algumas empresas pode ter influenciado o valor da média. A mediana, de R\$ 144.913.500,00, corresponde ao valor que se encontra na posição 69 do conjunto de valores, indicando que há 68 valores maiores e 68 valores menores que a mediana encontrada.

Relacionando-se o Ebitda com cada um dos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, é possível perceber que uma maior proporção de empresas participantes do Novo Mercado (108) evidenciou o indicador. Na segunda posição (25) vêm as empresas pertencentes ao Nível 1, correspondente ao grau mais baixo de exigência de

práticas de governança corporativa, seguindo-se as do Nível 2 (13), conforme demonstrado na Tabela 7.

Tabela 7 – Evidenciação do Ebitda por nível de governança, por segmento de listagem na BM&FBovespa

Segmento de listagem	Evidenciação	
	Quantidade de empresas	Proporção (%)
Novo Mercado	108	59,3
Nível 2	13	7,1
Nível 1	25	13,7
Total de evidenciação	146	80,2
Total de empresas	182	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao contrário do que se deu com relação à evidenciação, as empresas listadas no Novo Mercado apresentaram o menor valor médio de Ebitda, sugerindo a inexistência de correlação entre o desempenho de uma empresa e o segmento de listagem da BM&FBovespa.

Tabela 8 – Valores médios de Ebitda por nível de governança corporativa

Segmento	Média (em reais)
Novo Mercado	582.019.108,41
Nível 2	700.110.307,69
Nível 1	3.569.719.333,34

Fonte: Dados da pesquisa.

Isso se torna mais evidente ao se comparar o valor médio do Ebitda das empresas pertencentes ao Nível 1, correspondente a mais de seis vezes o do Novo Mercado, considerado o segmento com o mais elevado padrão de governança. Ainda de acordo com a Tabela 8, o Nível 2 se apresenta também em posição melhor do que o Novo Mercado, considerando os valores médios de Ebitda das empresas pesquisadas.

### 4.3 Relação entre Ebitda e remuneração dos agentes de governança

No presente tópico, destaca-se a análise da relação entre as variáveis do estudo – indicador não contábil Ebitda e remuneração dos agentes de governança corporativa. Os dados das duas variáveis não apresentaram distribuição normal, razão pela qual foi realizado teste de *Spearman* para verificação da correlação. A Tabela 9 apresenta os valores de *p-value* obtidos para cada correlação: entre o indicador e a remuneração dos membros dos conselhos de administração, diretores e remuneração total.

Tabela 9 – Correlação entre remuneração e Ebitda

Remuneração	Ebitda (p-value)
Remuneração Conselho de Administração	0,000
Remuneração Diretoria Estatutária	0,064
Remuneração Total	0,031

Fonte: Dados da pesquisa.

Com nível de significância de 95%, os valores de *p-value* se apresentaram menores que 0,05 na correlação entre o Ebitda e a remuneração do conselho de administração e na correlação entre o Ebitda e a remuneração total dos agentes. Ao nível de 90%, a correlação entre o Ebitda e a diretoria estatutária também se revelou significativa, demonstrando a

existência de correlação do indicador com a remuneração desse grupo de agentes. Assim, conclui-se que há uma correlação positiva entre o Ebitda e a remuneração dos agentes.

Murphy (1985) expôs que, em certa medida, a compensação dos agentes deve estar ligada à produtividade, enquanto que para Vasconcelos (2001), o indicador não contábil Ebitda serve de base para avaliação dessa produtividade, e o IBGC (2012) demonstrou que a parcela variável da compensação paga aos diretores é maior que a dos membros dos conselhos de administração. Percebe-se, porém, nos resultados do presente estudo, uma pequena diferença entre os valores da correlação do indicador com a remuneração dos dois grupos de agentes. A correlação entre o indicador Ebitda e a remuneração dos membros dos conselhos de administração é um pouco mais significativa que a correlação entre o Ebitda e a remuneração dos diretores, confirmando alguns estudos segundo os quais há pouca evidência de que o pagamento baseado em desempenho resolve o problema de agência (HOLMSTROM; MILGROM, 1996; GAREN, 1994).

Apesar das críticas feitas ao Ebitda (LIMA; SANTANA; NOSSA, 2004; FREZATTI; AGUIAR, 2007), este estudo reafirma os estudos (ITTNER; LARCKER; RAJAN, 1997; LINS, 2006) que o validam como importante indicador a ser considerado nos programas de remuneração dos agentes de governança corporativa.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Levando-se em conta os propósitos do presente estudo, a revisão da literatura indica que o problema de agência pode ser minimizado por políticas de remuneração que recompensem os administradores com base no desempenho organizacional, por meio da utilização de indicadores não contábeis, como o Ebitda. Nesse contexto, o objetivo geral da pesquisa consistiu em analisar a relação entre o Ebitda evidenciado pelas 182 empresas componentes do IGC da BM&FBovespa e a remuneração dos membros dos respectivos conselhos de administração e diretorias estatutárias. Partiu-se da hipótese de que há uma correlação entre o indicador Ebitda e a remuneração dos membros dos conselhos de administração e das diretorias estatutárias das empresas.

Com base nos dados coletados nos Formulários de Referência das empresas e no banco de dados Economática<sup>®</sup>, os resultados do teste de *Spearman* apontam que há uma correlação positiva entre as variáveis Ebitda e remuneração paga aos dois grupos de agentes de governança corporativa analisados – conselho de administração e diretoria estatutária –, reafirmando estudos que validam o uso desse indicador nos planos de remuneração estabelecidos pelas organizações (ITTNER; LARCKER; RAJAN, 1997; LINS, 2006), com o objetivo de motivar administradores a garantir o alcance das metas organizacionais e o retorno esperado pelos acionistas.

Vale destacar que a correlação entre o indicador Ebitda e a remuneração dos membros dos conselhos de administração é um pouco mais significativa que a correlação entre o Ebitda e a remuneração dos diretores. Esse resultado vai ao encontro de estudos citados anteriormente (GAREN, 1994; HOLMSTROM; MILGROM, 1996), que apontaram indícios de que o problema de agência poderia resolvido por meio de remuneração baseada em desempenho.

Quanto aos objetivos específicos, os resultados indicam que a remuneração fixa é a mais representativa dentre todas as formas de compensação para os membros dos conselhos de administração, enquanto que os diretores estatutários são remunerados por uma maior parcela de remuneração variável; e que o Ebitda é o indicador mais evidenciado pelas empresas pesquisadas. Outros indicadores, como, por exemplo, EBIT, ROE, índice de eficiência, margem líquida financeira e endividamento, foram apontados por inexpressivo número de empresas.

O presente estudo apresenta como limitação a indisponibilidade dos valores de Ebitda de algumas organizações e a falta de padronização dos Formulários de Referência, o que dificultou a análise de conteúdo acerca dos indicadores não contábeis utilizados e da composição da remuneração. Sugere-se que em futuras pesquisas os dados sejam coletados diretamente junto às empresas, identificando-se-as por setor de atuação e segmento de listagem, como forma de garantir uma amostra mais delimitada, bem como viabilizar a análise da relação entre a remuneração dos agentes e o Ebitda a partir de uma base temporal maior e da aplicação de técnicas estatísticas mais robustas, para complementar a correlação de *Spearman* realizada neste estudo.

## REFERÊNCIAS

- ABUGU, Joseph E. O. Monitoring directors' remuneration, fat cat packages and perks of office. **Journal of Financial Crime**, v. 19, n. 1, p. 6-19, 2012.
- ALCALDE, Adriano. **Efeitos hierárquicos na margem Ebitda: influências do tempo, firma e setor**. 2010. 155 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ARRUDA, Giovana Silva de; MADRUGA, Sérgio Rossi; FREITAS JÚNIOR, Ney Izaguirry de. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 1, n. 1, p. 71-84, jan./abr. 2008.
- BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. 158 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, 2005.
- BM&FBovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. **Índice de ações com governança corporativa diferenciada - IGC**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=IGC&idioma=pt-br>>. Acesso em: 02 maio 2012.
- COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo e quantitativo**. 3 ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Informações sobre as cias. abertas**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 03 maio 2012.
- DALMÁCIO, Flávia Zoboli; REZENDE, Amaury José; SLOMSKI, Valmor. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 5, n. 3, p. 6-23, jul./set. 2009.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, June 1983.
- FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson Braga de. Ebitda: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 6-24, set./dez. 2007.
- GAREN, John E. Executive compensation and principal-agent theory. **The Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1.175-1.199, Dec. 1994.
- HOLMSTROM, Bengt; MILGROM, Paul. Multitask principal-agent analyses: incentive contracts, asset ownership, and job design. In: PUTTERMAN, Louis; KROSZNER, Randall S. (Orgs.). **The economic nature of the firm: a reader**. 2. ed. Crambridge: Books, 1996.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Remuneração dos administradores 2012**. 2012. Disponível em:

<<https://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Pesquisas&CodPesquisas=14>>. Acesso em: 30 maio 2012.

ITTNER, Christopher D.; LARCKER, David F.; RAJAN, Madhav V. The choice of performance measures in annual bonus contracts. **The Accounting Review**, Pittsburgh, v. 72, n. 2, abr. 1997.

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives, & agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 7, n. 2, 1994.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

\_\_\_\_\_; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, abr. 1990a.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. CEO incentives-it's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, n. 3, p. 138-153, maio/jun. 1990b.

LAMBERT, Richard A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting & Economics**, Philadelphia, v. 32, p. 3-87, jan. 2001.

LIMA, Franciane Gonçalves; SANTANA, Luciene; NOSSA, Valcemiro. Ebitda: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: CONGRESSO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

LINS, J. Remuneração variável, alavanca para o crescimento. **Revista CEO Brasil**, n. 8, 2006.

MARTIN, Nilton Cano; SANTOS, Lílian Regina dos; DIAS FILHO, José Maria. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 34, p. 7-22, jan./abr. 2004.

MURPHY, Kevin J. Corporate performance and managerial remuneration. **Journal of Accounting and Economics**, Rochester, v. 7, p. 11-42, 1985.

NASCIMENTO, Auster Moreira; BIANCHI, Márcia; TERRA, Paulo Renato Soares. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: evidências de uma survey comparativa entre empresas de capital aberto e norte-americano. **Revista ABCustos**, v. 2, n. 2, maio/ago. 2007.

NASCIMENTO, Eduardo Mendes *et al.* Teoria da agência e remuneração de executivos: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.

OLIVA, Eduardo de Camargo; ALBUQUERQUE, Lindolfo Galvão de. Filosofia e modelo dos programas de remuneração das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 79-96, abr./jun.2006.

OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu *et al.* Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, ano 6, v.1, n. 12, p. 53-74, jan./jun. 2009.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3 ed., São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SENNA, Fernando. **Remuneração dos executivos das empresas do setor de energia elétrica da região Sudeste do Brasil**. 2010. 105 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Municipal de São Caetano do Sul, São Caetano do Sul, 2010.

STUMPP, Pamela M. *et al.* Putting Ebitda in perspective: ten critical failings of Ebitda as the principal determinant of cash flow. **Moody's Investors Service**. New York, jun. 2000.

VASCONCELOS, Yumara. Ebitda – redescoberta do potencial informativo dos indicadores absolutos. **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul**, v. 102, p. 1-9, dez. 2001.

VIVES, X. Corporate governance: theoretical and empirical perspectives. **Cambridge University Press**, Cambridge, 2000.

ZANOLLA, Ercílio; LIMA, Álvaro Vieira. Fluxos de recursos operacionais: estudo comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais brasileiras. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 2, p. 116-132, maio/ago. 2011.