

Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
FURB, v. 5, n.3, p. 06-23, jul./set., 2009

doi:10.4270/ruc.2009319  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **ANÁLISE SETORIAL DAS MEDIDAS DE PERFORMANCE UTILIZADAS NOS CONTRATOS DE REMUNERAÇÃO DOS GESTORES<sup>1</sup>**

### **SECTORIAL ANALYSIS OF PERFORMANCE MEASUREMENTS USED IN THE MANAGERIAL REMUNERATION CONTRACTS**

#### **Flavia Zoboli Dalmacio**

Doutoranda em Ciências Contábeis na FEA/USP  
Professora da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358 – Bairro Goiabeiras  
CEP: 29075-010 – Vitória/ES – Brasil  
E-mail: [flavia@fucape.br](mailto:flavia@fucape.br)  
Telefone: (27) 4009-4444

#### **Amaury Jose Rezende**

Doutor em Ciências Contábeis pela FEA/USP  
Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA/USP-RP  
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900, Sala – 69 – Bairro Monte Alegre  
CEP: 14040-900 – Ribeirão Preto/SP – Brasil  
E-mail: [amauryj@usp.br](mailto:amauryj@usp.br)  
Telefone: (16) 3620-3919

#### **Valmor Slomski**

Doutor em Contabilidade e Finanças pela FEA/USP  
Professor do Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo  
Endereço: Rua Professor Luciano Gualberto, 908 - Cidade Universitária  
CEP: 05508-900 - Sao Paulo, SP - Brasil  
E-mail: [valmor@usp.br](mailto:valmor@usp.br)  
Telefone: (11) 3091-5820

## **RESUMO**

O objetivo deste artigo é verificar se existe variabilidade nos indicadores contábeis (Margem Bruta, Margem EBIT, Margem Operacional, Margem Líquida, Margem EBITDA, Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido), entre os setores, utilizados como medidas de performance nos contratos de remuneração variável dos gestores. As

<sup>1</sup> Artigo recebido em 28.11.2008. Revisado por pares em 26.12.2008. Reformulado em 20.03.2009. Recomendado em 25.03.2009 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 30.09.2009. Organização responsável pelo periódico: FURB.

medidas de *performance* são utilizadas nas empresas de forma estratégica, com o objetivo de alinhar os interesses de gestores e acionistas, a fim de garantir os retornos desejados. Ou seja, dentre as alternativas para garantir a obtenção de vantagem competitiva sustentável, por meio das ações dos gestores, as organizações instituem contratos de *performance*, atrelados a indicadores contábeis, econômicos e financeiros. Os contratos firmados entre gestores e empresas têm por objetivo assegurar os níveis de rentabilidade desejados e a continuidade dos negócios. Dado esse panorama, buscou-se, por meio de pesquisa exploratória, analisar o comportamento dos indicadores de *performance*, utilizados pelas empresas, em 17 setores econômicos brasileiros. Foram analisadas, no período de 1998 a 2005, todas as empresas que possuíam ações negociadas na Bovespa. As análises foram baseadas no paradigma Estrutura, Conduta e Desempenho que prevê que a estrutura de mercado exerce influência na conduta e no desempenho das empresas. Os resultados encontrados sugerem que, somente, em alguns setores específicos, os indicadores de *performance* podem ser utilizados como parâmetros de remuneração dos gestores.

**Palavras-chave:** Medidas de *performance*. Indicadores contábeis. Remuneração. Gestores. Setor econômico.

## ABSTRACT

*The objective of this paper is to verify if there is variability in the accounting indicators (Gross Margin, EBIT Margin, Operating Margin, Net Margin, EBITDA Margin, Return on Assets and Return on equity) which are used as measures of performance in any variable remuneration of managers. The measures of performance are strategically used in the companies with the objective of lining up the interests of managers and shareholders, in order to guarantee the desired returns. That is, amongst the alternatives to guarantee the attainment of sustainable competitive advantage, through the managers actions, the organizations institute performance contracts, linked to the accounting, economic and financial indexes. The contracts firmed between managers and companies have as objective to assure the levels of desired yield and the continuity of the businesses. Therefore, through an exploratory research, the behavior of the performance indexes used by the companies analyzed in 17 Brazilian economic sectors. In the period of 1998 the 2005, all the companies which had stocks negotiated in the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) were analyzed. The analysis was based on the Structure, Conduct and Performance paradigm which anticipates that the market structure has influence on the behavior and performance of the companies. The found results suggest that, just in some specific sectors, the performance indexes can be used as parameters of managers' remuneration.*

**Keywords:** *Performance measures. Accounting indexes. Remuneration. Managers. Economy sector.*

## 1 INTRODUÇÃO

Tendo em vista as dinâmicas do ambiente, em que as empresas estão inseridas, estas são, constantemente, cercadas por fatores críticos e determinantes ao sucesso e por estabelecimento de metas a serem alcançadas, no plano estratégico empresarial. Vale ressaltar que a lucratividade (criação de valor) é uma das principais metas a ser alcançada pelas organizações, especialmente, as organizações com fins lucrativos e, além disso, é preciso motivar os membros da organização a atingir essa meta. Torna-se evidente a necessidade de mecanismos de incentivos e sistemas de remuneração, a fim de influenciarem o

comportamento dos funcionários e gestores (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Neste contexto, a obtenção de vantagem competitiva e a criação de valor, pelas atividades realizadas pelas empresas, exigem tanto melhorias nos processos internos, quanto no aperfeiçoamento dos relacionamentos entre os membros que gerenciam as atividades.

Porter (1981) destaca que a obtenção de vantagem competitiva sustentável é obtida pelo posicionamento estratégico da organização na cadeia de valor por meio da definição de prioridades estratégicas – diferenciação e/ou liderança em custos. O foco da estratégia da diferenciação é diferenciar a oferta de produto por meio da criação de algo que seja percebido pelos clientes como exclusivo. Já a liderança em custos pode ser alcançada por meio de abordagens, tais como: economia de escala na produção, efeitos na curva de experiência, controle de custos e minimização de custo (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008, p. 68).

No tocante, dentre as alternativas para garantir a obtenção de vantagem competitiva sustentável, destacam-se as ações dos gestores (tratadas pela teoria dos contratos e pela teoria de agência), dentro da perspectiva empresarial, que se caracterizam como mecanismo imprescindível para assegurar os níveis de rentabilidade desejados pelos acionistas e investidores.

A instituição de contratos de *performance* caracteriza-se como um dos mecanismos para minimizar a assimetria informacional e assegurar que os gestores se esforcem na obtenção de vantagem competitiva (HOLMSTROM, 1979; BANKER e DATAR, 1989; BUSHMAN e INDJEKIAN, 1993; ITTNER, LARCKER e RAJAN, 1997; REICHELSTEIN, 2000; LINS, 2006). Nesse contexto, Lambert (2001) afirma que a contabilidade pode exercer o papel de sistema de informação e avaliação entre os proprietários e administradores da empresa.

O ponto central do trabalho de Lambert (2001) reside em verificar como se dá, sob a perspectiva de modelos de agência de ação única e modelos de agência de multi-ação, o relacionamento entre medidas de desempenho, incentivos de agente e principal, informação privilegiada e o resultado da empresa, haja vista a existência de conflitos de interesses entre agente e principal.

Assim como Lambert (2001), muitas empresas acreditam que se deve medir a *performance* do que é estratégico para definir a remuneração e alinhar os incentivos e interesses de principal (is) e agente (s). Medidas como ROE, ROA, MVA, EVA, EBITDA, dentre outras, são utilizadas para mensurar *performance* e alinhar incentivos, ou seja, são medidas utilizadas, de forma estratégica, com o objetivo de garantir os retornos desejados (ITTNER, LARCKER e RAJAN, 1997; LINS, 2006).

Portanto, tendo em vista que os contratos firmados entre gestores e empresas têm como objetivo assegurar bons níveis de rentabilidade, buscou-se, neste artigo, analisar o comportamento dos indicadores de *performance*, utilizados em diversos setores econômicos brasileiros, mais especificamente, buscou-se responder a seguinte questão: Existe variabilidade nos indicadores contábeis, entre os setores, utilizados como medidas de *performance* nos contratos de remuneração variável dos gestores?

Vale ressaltar que caso as medidas de *performance* sejam características do setor, os resultados obtidos, pelas empresas, dependem muito pouco das estratégias utilizadas pelo gestor e, neste caso, não poderiam ser utilizadas como variáveis para definir remuneração e alinhar interesses. Portanto, o objetivo deste artigo é verificar se existe variabilidade nos indicadores contábeis, utilizados como parâmetros para a avaliação da *performance* dos gestores, considerando diversos setores econômicos (empresas de capital aberto).

O artigo está estruturado em cinco partes, incluindo esta introdução. A segunda parte corresponde ao referencial teórico que engloba a análise teórica da relação entre medidas de *performance* e indicadores contábeis e econômicos; medidas de desempenho e remuneração baseada na *performance*; teoria dos contratos e contabilidade; teoria de agência; estrutura-

conduta e desempenho sob a ótica da teoria da organização industrial. A terceira é composta pelos aspectos metodológicos. Na quarta parte é feita a análise do comportamento dos indicadores de *performance* dos diversos setores econômicos brasileiros. Por fim, na quinta parte são apresentadas as considerações finais e as sugestões para futuras pesquisas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A relação entre medidas de *performance*, baseadas em indicadores contábeis, e os contratos de remuneração dos gestores é vastamente tratada na literatura internacional (HOLMSTROM, 1979; LAMBERT e LARCKER, 1987; BANKER e DATAR, 1989; BUSHMAN e INDJEJIKIAN, 1993; ITTNER, LARCKER e RAJAN, 1997; REICHELSTEIN, 2000). A seguir, destacam-se algumas pesquisas que evidenciam essa relação.

Lambert e Larcker (1987) e Sloan (1993) afirmam que os contratos de compensação de executivos são explicitamente ou implicitamente baseados em números contábeis ou no preço da ação. A maioria das análises empíricas sobre o tema tem sido estruturada com base na literatura de agência (HOLMSTROM, 1979; BANKER e DATAR, 1989).

Bushman e Indjeikian (1993) também consideraram a relação entre os contratos de compensação e as várias medidas de *performance* e analisaram a aplicação do modelo de agência para avaliar como o conteúdo informacional dos lucros afeta o *design* dos contratos de compensação, baseados nos preços das ações e nos lucros. Eles concluem que as diferenças no conteúdo informacional, substancialmente, alteram as características dos contratos de compensação. Bushman e Indjeikian (1993, p. 4) comentam que “*the analysis demonstrates how variations in the information content of earnings influence the relative weights placed on earnings and share price in compensation contracts*”.

Em síntese, a principal implicação das análises feitas por Bushman e Indjeikian (1993, p. 4) é que as diferenças no conteúdo informacional dos lucros implicam em pesos diferentes dos lucros e do preço da ação na determinação dos contratos de compensação. Eles concluem que os determinantes dos pesos sobre lucro e preço são alterados de uma maneira que sugere que as características específicas da firma e dos gestores são geralmente ignoradas, mas que deveriam ser consideradas na concepção dos testes empíricos.

Ittner, Larcker e Rajan (1997) examinaram os fatores que influenciam os pesos relativos sobre as medidas de *performance* financeiras e não-financeiras, referentes aos contratos de bônus dos CEO's. Eles encontram que o uso de medidas não financeiras aumenta com o nível de regulação, estratégias orientadas para a inovação e estratégias qualitativas. Eles constataram que medidas não financeiras representam uma função incremental do ruído das medidas de *performance* financeiras. Esses autores afirmam que, tradicionalmente, as firmas têm mensurado e recompensado a *performance* dos executivos usando métricas financeiras tais como lucro líquido ou retorno sobre o investimento. Além disso, eles destacam que as medidas não financeiras utilizadas são *market share*, eficiência e produtividade, qualidade do produto, satisfação do cliente e funcionários.

A pesquisa de Ittner, Larcker e Rajan (1997) foi baseada nos bônus anuais, por três razões: a) Estudos que examinam a escolha e as conseqüências comportamentais dos contratos de bônus anuais têm uma longa história na literatura contábil, em particular, os bônus anuais que são baseados, unicamente, em resultados financeiros têm sido criticados, por promover uma ênfase nos retornos contábeis de curto prazo e desencorajam os investimentos de longo prazo. Entretanto, observa-se que há uma prevalência entre métricas financeiras *versus* as não financeiras, no contrato de bônus dos executivos; b) A pesquisa focou-se na perspectiva dos contratos de compensação formais, onde o peso explícito das medidas financeiras e não financeiras são conhecidos pelos gestores *ex-ante*; e c) Poucas empresas

usam medidas de *performance* não financeiras nos seus planos de compensação de longo prazo ou têm fórmulas explícitas para determinar o aumento de salário.

Ittner, Larcker e Rajan (1997) encontraram que as firmas que adotam uma inovação orientada para estratégia prospectiva tendem a adotar relativamente maior peso na performance não financeira nos seus contratos de bônus anuais. Similarmente, firmas que seguem a estratégia orientada pela qualidade colocam, relativamente, mais peso nas métricas não financeiras. Estes resultados suportam a noção de que as firmas tentam vincular a política de compensação com os objetivos estratégicos, a fim de garantir que os incentivos da administração e as metas organizacionais estejam alinhados. Em particular, a evidência é consistente com as explicações de oportunidade de crescimento para incorporação de medidas de *performance* individual nos contratos de bônus anuais e o uso de contratos de compensação de longo prazo.

Reichelstein (2000) analisou o fornecimento de incentivos gerenciais, a partir de fluxos de caixa realizados e *accruals* contábeis. O autor fundamentou suas análises no modelo de principal e agente, comparando as medidas de *performance* baseadas nos fluxos de caixa realizados e as medidas de *performance* baseadas no lucro residual. Ele constatou que o modelo do lucro residual diminui os custos de agência, necessários para prover incentivos para os gestores. O modelo analisado, no *paper*, buscou verificar o papel do sistema contábil na concessão de incentivos gerenciais.

## 2.1 Relação entre medidas de *performance* e indicadores contábeis e econômicos

As empresas têm, cada vez mais, buscado alternativas de remuneração dos gestores. Lins (2006) aborda que a forma de remuneração dos gestores está atrelada aos cargos, funções e indicadores de desempenho (lucro, resultados operacionais e indicadores de crescimento de vendas), mas, em muitos casos, está baseada em bônus, gratificações, comissão, prêmios *stock options* e bônus diferido. O status da remuneração, nas empresas, instaladas no Brasil, pode ser observado na Tabela 1.

Nesta pesquisa, feita em 2006, pela *PricewaterhouseCoopers*, foram ouvidas 93 empresas, a maioria com faturamento anual superior a US\$ 300 milhões e que, somadas, empregam mais de 350 mil pessoas. A pesquisa comparou aproximadamente 200 cargos divididos nos níveis de presidente, vice-presidente, diretor executivo, diretor, gerente de 1º nível, gerente de 2º nível, coordenador/supervisor e staff (analistas de nível superior, engenheiros e técnicos).

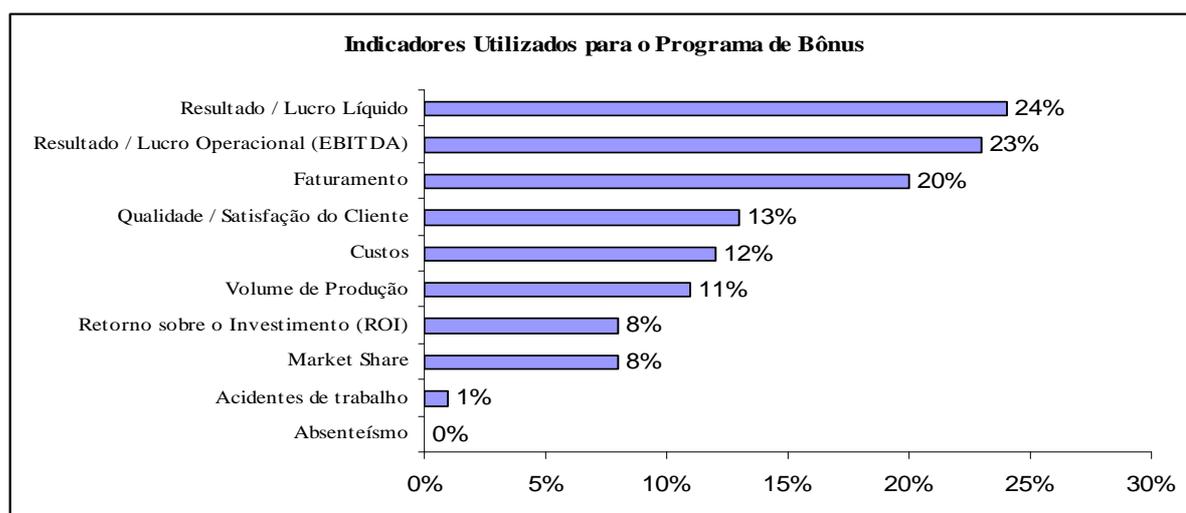
Segundo a pesquisa da *Reward Communit*, citada por Lins (2006, p. 40), “a adoção da remuneração variável vem crescendo entre as organizações em operação no Brasil, mas ainda há um amplo espaço para o aumento da remuneração variável”. De acordo com Lins (2006, p. 41), a pesquisa mostrou que “os bônus executivos, por exemplo, são atrelados a indicadores como resultado/lucro líquido (utilizados por 24% das empresas que adotam esse incentivo), resultado/lucro operacional (por 23%) e faturamento (por 20% das companhias)”.

**Tabela 1 - Status da remuneração das empresas brasileiras**

Variáveis / Funções	Presidentes e Vice-Presidentes	Diretores	Gerentes	Supervisor/ Coordenador	Staff
Remuneração baseada no cargo	58%	63%	74%	71%	71%
Remuneração mista (baseada no cargo + habilidades/competências)	7%	12%	12%	14%	11%
Remuneração por habilidades/competências	2%	2%	3%	5%	8%
Participação nos lucros ou resultados	43%	53%	60%	68%	73%
Remuneração Variável (bônus, gratificações etc.)	31%	44%	49%	35%	15%
Remuneração Variável para a força de vendas (comissão, prêmios etc.)	0%	14%	29%	26%	33%
Incentivos de Longo Prazo ( <i>Stock Options</i> , Bônus Diferido)	13%	13%	9%	5%	4%

Fonte: LINS (2006), *PricewaterhouseCoopers, a Reward Communities*.

Outras medidas, conforme Figura 1, catalogadas na pesquisa, foram: Vendas, Margem, *Cash Flow*, Capital de Giro, Clima, *Turnover* de Produto, Desempenho e Projetos.



**Figura 1 - Indicadores utilizados para o programa de bônus**

Fonte: LINS (2006), *PricewaterhouseCoopers, a Reward Communities*

A seguir, destacam-se os indicadores contábeis utilizados, nesta pesquisa, como medidas de *performance* dos gestores (Margem Bruta, Margem EBIT, Margem Operacional, Margem Líquida, Margem EBITDA, Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido):

- A Margem Bruta mede a rentabilidade das vendas, logo após as deduções de vendas (impostos sobre vendas, devoluções, abatimentos e descontos incondicionais) e do custo dos produtos vendidos. Este indicador fornece, assim, a indicação mais direta de quanto a empresa ganha com o resultado imediato da sua atividade;;
- As Margens Operacional e Líquida representam o lucro (operacional e líquido) dividido pela vendas, num determinado período;

- c) As Margens EBIT e EBITDA representam o lucro antes de despesas financeiras e do imposto de renda (EBIT) e o lucro antes de despesas financeiras e do imposto de renda acrescido de depreciações e amortizações (EBITDA);
- d) A Rentabilidade dos Ativos (ROA) mede a eficiência do emprego dos recursos da empresa, dividindo o lucro líquido do período pelo ativo total, no final do período ( $ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativos Totais}$ );
- e) A Rentabilidade do Patrimônio Líquido ROE - considerado o principal quociente de rentabilidade utilizado pelos analistas, representa a medida geral de desempenho da empresa. Este índice mede a taxa de retorno para os acionistas. A taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido é uma medida importante para os analistas financeiros, pois demonstra a rentabilidade em torno dos recursos dos acionistas em relação aos recursos totais da empresa ( $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$ ). O índice do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mede a taxa de retorno para os acionistas, ou seja, demonstra a rentabilidade em torno dos recursos dos acionistas em relação aos recursos totais da empresa. O ROE é calculado de acordo com a seguinte equação:  $ROE = (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido})$ .

## 2.2 Medidas de desempenho e remuneração baseada na performance

Conforme observado, na pesquisa da *Reward Communit*, citada por Lins (2006, p. 40), os bônus e a remuneração dos executivos, das organizações em operação no Brasil, estão baseados em indicadores contábeis, econômicos, estratégicos e de mercado, e que a adoção da remuneração variável vem crescendo entre essas organizações.

No entanto, de acordo com Rappaport (1983), as medidas de desempenho precisam ser: a) Consistentes com a teoria econômica básica de valor; b) Calculadas a partir de dados disponíveis e não facilmente manipulados; c) Relevantes para o desempenho das várias unidades operacionais da corporação, para a corporação como um todo e para comparar com o desempenho de competidores; d) Facilmente explicadas para o público interno e externo à organização. Além disso, as medidas de desempenho precisam estar relacionadas com os planos estratégicos das empresas.

A remuneração baseada na *performance* e em medidas de desempenho é uma dentre muitas alternativas para garantir a obtenção de vantagem competitiva sustentável e alinhar os interesses de gestores e investidores, tratada, inclusive, pela teoria dos contratos e pela teoria de agência. Na perspectiva empresarial, se caracteriza como mecanismo imprescindível para assegurar os níveis de rentabilidade desejados pelos acionistas e investidores.

## 2.3 Teoria dos contratos e contabilidade

Na pesquisa de Lambert (2001), denominada *Contracting Theory And Accounting*, o autor revisa a teoria de agência e suas aplicações na contabilidade; discute a formulação de modelos de problemas de incentivo, que surgem porque as ações do agente não são observáveis pelo principal; discute sobre o papel de medidas de desempenho (na redução da magnitude do problema de agência) em contratos de compensação e compara como a informação é agregada para fins de compensação versus fins de avaliação. Dado o contrato oferecido, o agente escolherá as ações que maximizam sua utilidade esperada.

Para realizar este trabalho, o autor utilizou a abordagem econométrica, discutindo a formulação de vários modelos de incentivos, envolvidos com a Teoria da Agência. Lambert discute a estrutura LEN (Contrato linear, Função utilidade exponencial, Distribuição normal) para formulação de problemas de agência; trata da comunicação (*disclosure*), comentando sobre a possibilidade de relatórios inverídicos (contabilidade maquiada) e gerenciamento de

resultados (o agente possui informação superior ao principal e isso afeta o processo de geração do resultado).

Além disso, o *paper* discute sobre questões de orçamento participativo e estabelecimento de metas, sobre o papel confirmatório dos números contábeis e sobre a alocação de capital dentro de empresas, inclusive preço de transferência e problemas de alocação de custos (modelos de informação privada para questões sobre se e quanto os gerentes deveriam ser cobrados pelo capital que eles usam).

Por fim, o autor discute sobre: a) os modelos de agência em múltiplos períodos na motivação de decisões de investimento de longo prazo (segundo o autor, precisamos de um modelo de multiperíodo para poder falar sobre problemas contábeis de *accrual* porque em modelos de período único, os números do fluxo de caixa e do *accrual* contábeis são idênticos); b) o uso de fluxo de caixa versus *accrual* contábil versus medidas de desempenho de lucro residual; c) e o papel de políticas de depreciação.

## 2.4 Teoria da Agência

A Teoria da Agência é um tema, desenvolvido pela Economia, que foi adotado pela Contabilidade com a intenção de fundamentar parte de suas atividades. A Teoria da Agência procura descrever de forma a lógica a relação entre dois indivíduos: o principal e o agente. A relação se estrutura sobre o comprometimento do agente realizar uma tarefa para o principal e do comprometimento do principal em remunerar o agente pela tarefa realizada/cumprida. Neste contexto, existe a necessidade da realização/utilização de um instrumento (chamado de contrato) que possa ser utilizado como sistema de informação e avaliação entre as partes.

No ambiente empresarial, o proprietário exerce o papel de principal e os administradores o papel de agente. Neste caso, os proprietários avaliam as decisões tomadas/adotadas pelos administradores. Dentro deste conflito, a contabilidade surge como sistema de informação entre os proprietários (avaliadores) e os administradores (tomadores de decisão), e se torna em um importante instrumento para a mensuração de *performance* e de definição de remuneração.

Jensen e Meckling (1976, p. 5) definem uma relação de agência como “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal(is)) contrata(m) outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em favor deles e que envolva delegar, ao agente, alguma autoridade de tomada de decisão” (tradução nossa).

Nessa relação, espera-se que o agente tome decisões que visem os interesses do principal, entretanto, de acordo com Eisenhardt (1989, p. 59), principal e agente estão engajados em um comportamento corporativo, mas possuem diferentes metas e diferentes atitudes com relação ao risco.

Dessa forma, segundo Martin (1987, p. 73), “a teoria do agenciamento procura estipular quais seriam as regras contratuais (entre controlador(es) e agente(s) e os necessários incentivos que induziriam ao comportamento ótimo, mesmo na presença de tais conflitos de interesse”.

Pindyck e Rubinfeld (1995, p. 608) afirmam que “uma relação de agência existe sempre que houver uma relação de emprego na qual o bem-estar de alguém dependa daquilo que é feito por outra pessoa. O agente é a pessoa atuante e o principal é a parte afetada pela ação do agente”.

A Teoria de Agência procura explicar os conflitos de interesses que podem surgir entre um principal e um agente. Inicialmente, o agente, em troca de uma remuneração, teria de atuar de acordo com os interesses do principal. Todavia, isto poderá não acontecer porque o agente também vai tentar maximizar a sua própria função utilidade, ou seja, agirá motivado, exclusivamente por seus interesses (MARQUES; CONDE, 2000).

Uma função de utilidade, segundo Bernstein e Damodaran (2000, p. 80), “resume as preferências dos investidores genericamente com base em algumas variáveis de escolha”. Segundo esses mesmos autores (2000, p. 409), utilidade é “medida da satisfação ou felicidade geralmente descrita como uma função de riqueza ou retorno”.

A teoria do agenciamento, para Martin (1987, p. 11-12),

procura explicar as relações contratuais entre os membros de uma firma, onde os seus membros são motivados exclusivamente por seus próprios interesses. Procura-se determinar as formas ótimas que tais contratos devem assumir para que seja proporcionada a convergência entre os interesses dos indivíduos e os objetivos da firma.

Segundo Byrd *et al.* (1998, p. 14), a qualidade das decisões dos agentes não depende somente de suas habilidades, mas também dos incentivos que lhes são oferecidos. Alguns mecanismos específicos, segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 40-42), podem ser usados na motivação dos agentes, a fim de agirem no melhor interesse do principal, dentre eles, estabelecer um plano de remuneração. A forma de remuneração dos agentes “pode e deve ser projetada para atingir dois objetivos principais”: a) atrair e manter agentes competentes; e b) alinhar as atitudes dos agentes o mais próximo possível aos interesses do principal, que estão principalmente interessados na maximização de sua função utilidade.

A teoria de agência, portanto, em linhas gerais, conforme Segatto-Mendes (2001, p. 32), pode ser apresentada da seguinte forma:

a teoria de agência trata dessa transferência de riqueza entre principal e agente, ocorrida quando o primeiro delega poderes e autoridade para o segundo tomar decisões, momento em que surge a possibilidade de transferência de riqueza. O cerne da teoria consiste em o principal saber que irá perder parte de sua riqueza e em compensação, procurar conseguir do agente os melhores desempenhos; ou seja, o principal deixa de obter o máximo, para obter o possível dentro das condições colocadas, devido à participação de um administrador profissional. Desse modo, ele passa a procurar meios de entusiasmar o agente à tomada de decisões que impactam positivamente neste possível e, para isso, é fornecido um prêmio ao agente, o que representa um custo de agência.

Apesar de alguns mecanismos específicos, como o estabelecimento de planos de remuneração, serem usados na motivação dos agentes, a fim de alinhar interesses de principal e agente, a estrutura de mercado e o setor podem influenciar o desempenho de uma empresa, inserida neste mercado ou setor.

## 2.5 Estrutura-conduta-desempenho

A teoria da Organização Industrial tem como foco as influências que a estrutura de mercado causa nas organizações e é formada por um aparato analítico essencial para percepção das relações entre unidade empresarial e mercado. O paradigma da Organização Industrial, que consiste em relacionar o desempenho de uma empresa no mercado como variável dependente das características do ambiente em que ela está exposta (PORTER, 1983, p. 176), é uma possível explicação para o comportamento das empresas nos setores.



Figura 2 - Estrutura-conduta-desempenho

Fonte: Porter (1981, p. 611).

O desempenho, indicado na Figura 2, é definido, de forma geral, como medidas econômicas, abrangendo dimensões como rentabilidade, eficiência técnica (minimização de

custos) e inovações (PORTER, 1980). Além disso, é resultante da alocação eficiente dos recursos, atendimento das demandas dos consumidores, progresso técnico e contribui para uma distribuição da renda (SCHERER; ROSS, 1990).

A conduta consiste na opção da firma em sua decisão de escolha de variáveis, como preço, propaganda, capacidade e qualidade. Dessa forma, em termos estratégicos, a conduta poderia ser vista como as dimensões econômicas e técnicas das estratégias de uma firma (PORTER, 1980). Sherer e Ross (1990) acrescentam que a conduta é resultante das políticas de preços, estratégias de produto e vendas, pesquisa e desenvolvimento, investimentos em capacidade produtiva.

Finalmente, a estrutura industrial é definida como dimensões econômicas e técnicas relativamente estáveis de uma indústria, determinando o contexto onde se dá a concorrência (PORTER, 1980). A estrutura da indústria, de acordo com Sherer e Ross (1990), é representada pelo número de produtores e compradores, barreiras de entrada, estruturas de custos, integração vertical, diversificação e diferenciação de produtos.

As estruturas de mercado determinam quase que rigidamente a conduta de cada firma (decisão de produção e comportamento dos preços), influenciando o desempenho global da indústria (eficiência e lucratividade). Tal abordagem é denominada de paradigma Estrutura-Conduto-Desempenho (STONE, 1996, p. 262). Ou seja, a estrutura industrial determina a conduta, cujo conjunto de estratégias determina o desempenho coletivo das firmas no mercado (BAIN, 1968; MASON, 1953 *apud* PORTER, 1983, p. 176).

Nesse contexto, pode-se supor que o desempenho obtido por uma empresa, num determinado período, é resultante das estratégias adotadas pelos gestores, que, por sua vez, são condicionadas pela estrutura industrial e de mercado vigentes. Portanto, levanta-se a seguinte hipótese:

**H<sub>01</sub>:** Uma vez que as estruturas são estáveis, em alguns setores econômicos, os gestores teriam pouca margem de manobra na obtenção de vantagem competitiva, em termos de indicadores financeiros. Desse modo, a vinculação dos contratos de compensação (remuneração) ao desempenho da empresa pode não ser interessante para as empresas na redução dos custos de agência.

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa enquadra-se como pesquisa exploratória, pois “tem como objetivo, conhecer com maior profundidade o assunto, de modo a torná-lo mais claro”, além disso, “explorar um assunto significa reunir mais conhecimento [...], bem como buscar novas dimensões até então não conhecidas”. Observa-se que a pesquisa exploratória é um modo elucidativo para analisar novos conceitos e objetiva tratar um assunto ainda pouco explorado na literatura (BEUREN, 2003, p. 80).

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se analisar a comportamento dos indicadores de *performance*, utilizados, pelas empresas, em diversos setores econômicos brasileiros. De acordo com Martins (2000, p. 26), as investigações empírico-analíticas são:

abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

#### 3.1 Seleção das variáveis e amostra utilizada

Com o intuito de verificar se existe variabilidade nos indicadores contábeis, entre os setores, utilizados como medidas de *performance* nos contratos de remuneração variável dos

gestores foram coletados os seguintes dados (de acordo com os critérios de cálculo do banco de dados da Economatica): Margem Bruta, Margem EBIT, Margem Operacional, Margem Líquida, Margem EBITDA, Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido.

A amostra utilizada compõe-se de empresas, selecionadas entre as que possuíam ações negociadas na Bovespa, no período de 1998 a 2005. As empresas, que compõem a amostra, foram separadas em setores, de acordo com classificação da Economatica. A Tabela 2 demonstra o número de empresas em cada setor.

**Tabela 2 - Amostra**

Setores	Número de Empresas
Mineração	9
Papel e Celulose	10
Minerais não Metálicos	8
Química	37
Eletroeletrônicos	18
Siderurgia e Metalurgia	51
Comércio	24
Petróleo e Gás	9
Agro e Pesca	4
Telecomunicações	65
Alimentos e Bebidas	41
Têxtil	36
Máquinas Industriais	10
Veículos e Peças	27
Construção	21
Transporte e Serviços	17
Energia	50

As análises foram baseadas no paradigma Estrutura, Conduta e Desempenho que prevê que a estrutura de mercado exerce influência na conduta e desempenho das empresas.

### 3.2 Técnicas e análises estatísticas

Em cada setor e em cada ano, foi calculado o desvio padrão das medidas de *performance*. Em seguida, calculou-se a média dos desvios das medidas de *performance*, relativos ao período de 1998 a 2005. Em seguida, as médias dos desvios, de cada medida de *performance*, foram classificadas em ordem crescente. A partir daí, foram identificados os setores que pertenciam ao primeiro e ao quarto quartil, de acordo com a Figura 3.

No Quartil 1, foram identificados os setores cujas médias dos desvios eram as menores, ou seja, as empresas, pertencentes aos setores que compõem este quartil, possuem margens (Bruta, EBIT, Operacional, Líquida e EBITDA) e rentabilidades (Ativo e Patrimônio Líquido) muito próximas, sugerindo que estas variáveis podem existir em função de características pertencentes ao setor.

No Quartil 4, foram identificados os setores cujas médias dos desvios eram as maiores, ou seja, as empresas, pertencentes aos setores que compõem este quartil, possuem margens (Bruta, EBIT, Operacional, Líquida e EBITDA) e rentabilidades (Ativo e Patrimônio Líquido) díspares, sugerindo que estas variáveis podem existir em função de êxitos obtidos pelas empresas com méritos do gestor.

Em seguida, verificou-se a frequência dos setores nos quartis 1 e 4. O objetivo foi identificar os setores em que a *performance* pode ser uma característica do setor, em que os resultados obtidos pela empresa dependem pouco do gestor, ou identificar os setores em que

as variáveis de margem e rentabilidade poderiam ser utilizadas como variáveis para definir remuneração e alinhar interesses.

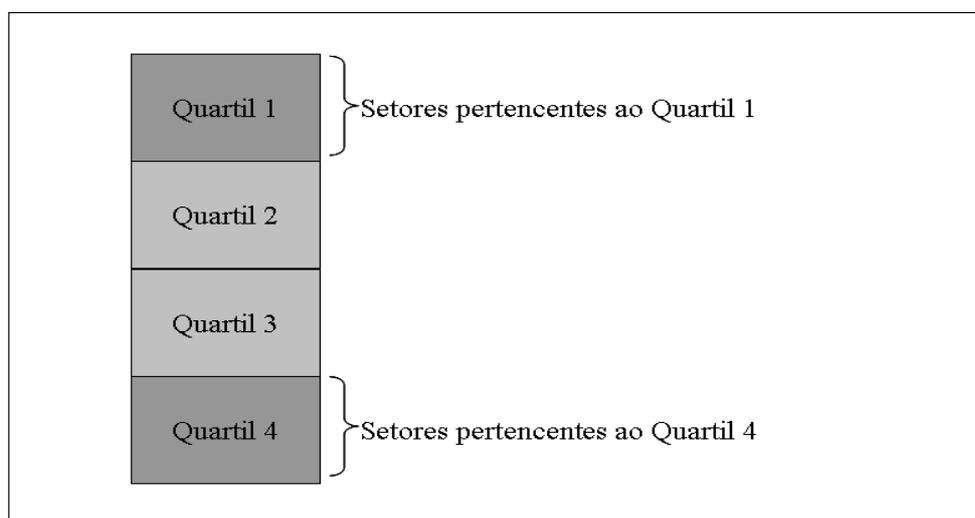


Figura 3 - Classificação dos setores

#### 4 RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

A seguir, são apresentados os resultados, considerando os indicadores: (i) Margem Bruta; (ii) Margem EBIT; (iii) Margem Operacional; (iv) Margem Líquida; (v) Margem EBITDA; (vi) Rentabilidade do Ativo; e (vii) Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE).

Tabela 3 - Média do desvio padrão da margem bruta em ordem crescente

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Margem Bruta
Quartil 1	Mineração	5
	Papel e Celulose	8
	Minerais não Metálicos	9
	Química	11
Quartil 4	Eletroeletrônicos	12
	Siderurgia e Metalurgia	12
	Comércio	15
	Petróleo e Gás	16
	Agro e Pesca	17
	Telecomunicações	17
	Alimentos e Bebidas	18
	Têxtil	18
	Máquinas Industriais	19
Veículos e Peças	19	
Quartil 4	Construção	22
	Transporte e Serviços	30
	Energia	32

Conforme observado, na Tabela 3, a média do desvio padrão da variável Margem Bruta é superior nos setores: máquinas industriais; veículos e peças; construção; transporte e serviços; e energia. Isso demonstra que em tais setores as *performances* das empresas são mais dispersas. Nestes casos, pressupõe-se que a medida de *performance* – Margem Bruta –

depende das ações do gestor, podendo ser utilizada como variável para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

Já nos setores mineração, papel e celulose, minerais não metálicos e química, pertencentes ao primeiro quartil, não se pode afirmar o mesmo. A baixa variabilidade da margem bruta sugere que, nos setores do primeiro quartil, essa medida pode não ser eficaz na determinação dos pesos nos contratos de remuneração.

Na Tabela 4, verifica-se a média do desvio padrão da variável EBIT. Ela é superior nos setores: construção; alimentos e bebidas; veículos e peças e telecomunicações. Demonstra que, em tais setores, as *performances* das empresas são mais dispersas. Pressupõe-se que a medida de *performance* – EBIT – depende das ações do gestor, podendo ser utilizada como variável para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

**Tabela 4 - Média do desvio padrão da Margem EBIT em ordem crescente**

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Margem EBIT
Quartil 1	Comércio	12
	Mineração	12
	Minerais não Metálicos	14
	Papel e Celulose	14
	Petróleo e Gás	14
	Química	14
	Siderurgia e Metalurgia	15
	Energia	20
	Agro e Pesca	21
	Transporte e Serviços	25
	Eletroeletrônicos	62
	Têxtil	90
	Máquinas Industriais	104
Quartil 4	Construção	119
	Alimentos e Bebidas	433
	Veículos e Peças	660
	Telecomunicações	768

Já nos setores comércio, mineração, minerais não metálicos, papel e celulose, petróleo e gás, e química, pertencentes ao primeiro quartil, não se pode afirmar o mesmo. A baixa variabilidade da margem EBIT indica que, nos setores do primeiro quartil, essa medida pode não ser eficaz na determinação dos pesos nos contratos de remuneração.

A média do desvio padrão da variável: Margem Operacional, conforme observado na Tabela 5, é superior nos setores: alimentos e bebidas, construção, telecomunicações, e veículos e peças. Significa que em tais setores as *performances* das empresas são mais dispersas. Nestes casos, pressupõe-se que a medida de *performance* – Margem Operacional – depende das ações do gestor, podendo ser utilizada como variável para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

Já nos setores mineração, petróleo e gás, papel e celulose, e eletroeletrônicos, pertencentes ao primeiro quartil, não se pode afirmar o mesmo. A baixa variabilidade da margem operacional indica que, nos setores do primeiro quartil, essa medida pode não ser eficaz na determinação dos pesos nos contratos de remuneração.

**Tabela 5 - Média do desvio padrão da Margem Operacional em ordem crescente**

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Margem Operacional
Quartil 1	Mineração	7
	Petróleo e Gás	12
	Papel e Celulose	15
	Eletroeletrônicos	16
	Minerais não Metálicos	19
	Siderurgia e Metalurgia	37
	Comércio	39
	Agro e Pesca	97
	Energia	119
	Química	132
Quartil 4	Transporte e Serviços	157
	Têxtil	283
	Máquinas Industriais	351
	Alimentos e Bebidas	458
	Construção	520
	Telecomunicações	3.337
	Veículos e Peças	41.905

As mesmas observações podem ser feitas, de acordo com os dados apresentados nas Tabelas 6, 7, 8 e 9. Verificam-se os setores que possuem as maiores (Quartil 4) e as menores (Quartil 1) médias de desvio da variável em questão.

**Tabela 6 - Média do desvio padrão da Margem Líquida em ordem crescente**

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Margem Líquida
Quartil 1	Mineração	9
	Petróleo e Gás	9
	Papel e Celulose	11
	Eletroeletrônicos	16
	Minerais não Metálicos	17
	Siderurgia e Metalurgia	37
	Agro e Pesca	45
	Comércio	58
	Energia	107
	Química	131
Quartil 4	Transporte e Serviços	159
	Têxtil	258
	Máquinas Industriais	337
	Construção	481
	Alimentos e Bebidas	491
	Telecomunicações	5.032
	Veículos e Peças	41.883

**Tabela 7 - Média do desvio padrão da Margem EBITDA em ordem crescente**

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Margem EBITDA
Quartil 1	Comércio	9
	Mineração	12
	Petróleo e Gás	13
	Minerais não Metálicos	14
	Papel e Celulose	14
	Eletroeletrônicos	16
	Siderurgia e Metalurgia	18
	Química	22
	Agro e Pesca	28
	Máquinas Industriais	126
Quartil 4	Transporte e Serviços	129
	Têxtil	133
	Energia	142
	Construção	236
	Alimentos e Bebidas	495
	Veículos e Peças	811
	Telecomunicações	1.800

**Tabela 8 - Média do desvio padrão da Rentabilidade do Ativo em ordem crescente**

Período 1998 a 2005		
	Setores	Média do Desvio Padrão da Rentabilidade do Ativo
Quartil 1	Mineração	5
	Papel e Celulose	5
	Agro e Pesca	5
	Construção	6
	Energia	6
	Petróleo e Gás	9
	Eletroeletrônicos	12
	Minerais não Metálicos	12
	Transporte e Serviços	17
	Máquinas Industriais	21
	Siderurgia e Metalurgia	28
	Têxtil	29
	Quartil 4	Alimentos e Bebidas
Comércio		42
Veículos e Peças		121
Química		135
Telecomunicações		192

**Tabela 9 - Média do desvio padrão da Rentabilidade do Patrimônio Líquido em ordem crescente**

Período 1998 a 2005			
	Setores	Média do Desvio Padrão da Rentabilidade do PL	
Quartil 1	Mineração	13	
	Máquinas Industriais	15	
	Agro e Pesca	17	
	Telecomunicações	19	
	Papel e Celulose	21	
	Química	24	
	Construção	26	
	Energia	27	
	Siderurgia e Metalurgia	28	
	Minerais não Metálicos	29	
	Alimentos e Bebidas	32	
	Petróleo e Gás	32	
	Comércio	33	
	Quartil 4	Veículos e Peças	41
		Eletroeletrônicos	43
Transporte e Serviços		59	
Têxtil		111	

Observando as Tabelas 6, 7, 8 e 9, pode-se perceber que de acordo com a classificação do setor, pode-se pressupor se a medida de *performance* (Margem Líquida, EBITDA, Rentabilidade do Ativo, Rentabilidade do Patrimônio Líquido, respectivamente) depende, ou não, das ações do gestor, podendo, ou não, ser utilizada como variável para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

Com o objetivo de identificar a frequência dos setores, nos quartis 1 e 4, elaborou-se a Tabela 10. Verifica-se que os setores (Quartil 1) Mineração, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, e Minerais não Metálicos, são setores em que se supõe que a *performance* seja uma característica do setor e que os resultados obtidos podem depender muito pouco do gestor.

**Tabela 10 - Frequência nos Quartis 1 e 4**

	Frequência no Quartil 1	Frequência no Quartil 4
Mineração	7	0
Papel e Celulose	6	0
Petróleo e Gás	4	0
Minerais não Metálicos	3	0
Agro e Pesca	2	0
Eletroeletrônicos	2	1
Comércio	2	1
Química	2	1
Energia	1	1
Máquinas Industriais	1	1
Telecomunicações	1	5
Construção	1	5
Siderurgia e Metalurgia	0	0
Têxtil	0	1
Transporte e Serviços	0	2
Alimentos e Bebidas	0	5
Veículos e Peças	0	7

Observa-se, na Tabela 10, também de acordo com a metodologia adotada, que os setores (Quartil 4): Telecomunicações; Construção, Alimentos e Bebidas; e Veículos, são os setores em que se supõe que as variáveis de margem e rentabilidade poderiam ser utilizadas como variáveis para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

De acordo com a abordagem denominada de paradigma Estrutura-Condução-Desempenho (STONE, 1996; BAIN, 1968; MASON, 1953 *apud* PORTER, 1983), o que se observa é que as estruturas de mercado determinam quase que rigidamente a condução de cada empresa, influenciando o desempenho global de alguns setores (eficiência e lucratividade). Sendo assim, em determinados setores, as medidas de performance não são eficazes como parâmetros para remuneração e compensação dos gestores. Observando os resultados obtidos, esses setores seriam: Mineração; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; e Minerais não Metálicos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscou-se, neste artigo, analisar o comportamento dos indicadores de *performance*, utilizados, pelas empresas, em diversos setores econômicos brasileiros, ou seja, buscou-se verificar se existe variabilidade nos indicadores contábeis (ROE, ROA, MVA, EVA, EBITDA, dentre outros), entre os setores, utilizados como medidas de *performance* nos contratos de remuneração variável dos gestores.

Diante de um ambiente marcado pela incerteza e alta competitividade, os gestores das empresas têm que, cada vez mais, formular estratégias que lhe garantam vantagem competitiva sustentável, ao longo do ciclo de vida de seus negócios. Dentre as alternativas para garantir a obtenção de vantagem competitiva sustentável, por meio das ações dos gestores, as organizações instituem contratos de *performance*, atrelados a indicadores contábeis, econômicos e financeiros.

Os contratos firmados entre gestores e empresas têm por objetivo assegurar os níveis de rentabilidade desejados e a continuidade dos negócios. A instituição de contratos de *performance* caracteriza-se como um dos mecanismos para minimizar a assimetria informacional e assegurar que os gestores se esforcem na obtenção de vantagem competitiva (HOLMSTROM, 1979; BANKER e DATAR, 1989; BUSHMAN e INDJEKIAN, 1993; ITTNER, LARCKER e RAJAN, 1997; REICHELSTEIN, 2000; LINS, 2006). Para tanto, estas questões foram tratadas sob a perspectiva da Teoria dos Contratos, da Teoria de Agência e da Teoria da Organização Industrial.

Dado esse panorama, buscou-se, por meio de pesquisa exploratória, analisar o comportamento dos indicadores de *performance*, utilizados, pelas empresas, em diversos setores econômicos brasileiros. Foram analisadas, no período de 1998 a 2005, empresas selecionadas entre as que possuíam ações negociadas na Bovespa. As análises foram baseadas no paradigma Estrutura, Condução e Desempenho (STONE, 1996; BAIN, 1968; MASON, 1953 *apud* PORTER, 1983) que prevê que a estrutura de mercado exerce influência na condução e no desempenho das empresas.

Os resultados encontrados sugerem que, somente, em alguns setores específicos, os indicadores de *performance* podem ser utilizados como parâmetros de remuneração dos gestores. Em setores como Mineração; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; e Minerais não Metálicos, supõe-se que a *performance* seja uma característica do setor e que os resultados obtidos, pela empresa, podem depender muito pouco do gestor. Já em setores como Telecomunicações; Construção, Alimentos e Bebidas; e Veículos, supõe-se que as variáveis de margem e rentabilidade poderiam ser utilizadas como variáveis para definir remuneração, alinhar interesses e minimizar os custos de agência.

Vale ressaltar que como esta pesquisa enquadra-se como pesquisa exploratória. Os resultados remetem a reflexões e novas pesquisas, mais específicas de cada setor. Para futuras

pesquisas, sugere-se: (i) Mapear, empiricamente, quais setores têm utilizado as medidas financeiras e não financeiras nos contratos de remuneração por compensação; (ii) Analisar se existe relação entre o nível de variabilidade nos indicadores de desempenho dos setores e a adoção de contratos de remuneração por compensação; (iii) Analisar, sob a abordagem da Estrutura, Conduta e Desempenho, mais especificamente, a estrutura das empresas, em cada setor, com a finalidade de confirmar a relação entre variabilidade dos indicadores e estrutura.

## REFERÊNCIAS

- ANTHONY, R.N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. 12 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008
- BANKER, R.D.; DATAR S.M. Sensitivity, precision and linear aggregation of signals for performance evaluation. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 21-39, 1989. <http://dx.doi.org/10.2307/2491205>
- BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BERNSTEIN, P.L.; DAMODARAN, A. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BUSHMAN, R.; INDJEJKIAR, R.J. Shareholder demand for distorted accounting disclosures. **Working paper**, University of Chicago, Chicago, IL, 1993.
- BYRD, J. et al. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**. Charlottesville, v. 54, n. 3, p. 14-30, May/Jun. 1998. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v54.n3.2177>
- EISENHARDT, K.M. Agency theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989. <http://dx.doi.org/10.2307/258191>
- HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. **Bell Journal of Economics**, v. 10, p. 73-91, 1979. <http://dx.doi.org/10.2307/3003320>
- ITTNER, C.D.; LARCKER, D.F.; RAJAN, M.V. The choice of performance measure in annual bonus contracts, **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 231-255, 1997.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- LAMBERT, R.; LARCKER D. Accounting and market measures of performance, **Journal of Accounting Research**, v. 25, Suppl., p. 85-125, 1987. <http://dx.doi.org/10.2307/2491081>
- LAMBERT, R.A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 3-87, Jan., 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00037-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00037-4)
- LINS, J. Remuneração variável, alavanca para o crescimento. **Revista CEO Brasil**, Price Water House e Coopers, n. 8, 2006.
- MARQUES, M.C.C.; CONDE, M.F.T. Teoria da sinalização e da agência. **OROG Revisores & Empresas**, p. 39-45, jul./set. 2000.

MARTIN, N.C. **Os fundamentos da informação contábil**. 1987. 212 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987.

MARTINS, G.A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2000.

PAUL, J.M. On the efficiency of stock-based compensation. **Working paper**, University of Michigan, Ann Arbor, MI, 1991.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. **Microeconomics**. 3 ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995.

PORTER, M.E. Industrial organization and the evolution of concepts for strategic planning: the new learning. **Managerial and Decision Economics**, v. 4, n. 3, p. 172-180, Sep. 1983. <http://dx.doi.org/10.1002/mde.4090040307>

PORTER, M.E. The contributions of industrial organization to strategic management. **The Academy of Management Review**. v. 6, n. 4, p. 609-620, Oct. 1981. <http://dx.doi.org/10.2307/257639>

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value**. New York, NY: Free Press, 1986.

RAPPAPORT, A. How to design value-contributing executive incentives. **Journal of Business Strategy**, v. 4, Fall 1983. <http://dx.doi.org/10.1108/eb039020>

SEGATTO-MENDES, A.P. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

SCHERER, F.; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. Boston: H. Mifflin, 1990.

SLOAN, R.G. Accounting earnings and top executive compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, p. 55-100, 1993. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90005-Z](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(93)90005-Z)

STONE, G.W. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1996.