

**A TEORIA DA AGÊNCIA, O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL, A REMUNERAÇÃO
DO CEO E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA: GAPS TEÓRICOS NA
LITERATURA**

Armando Jorge Cabeça Serapicos

Instituto Politécnico de Bragança

Joaquim Mendes Leite

Instituto Politécnico de Bragança

Paula Odete Fernandes

Instituto Politécnico de Bragança

Área científica: B) Avaliação e Finanças

Palavras-chave: teoria da agência, desempenho organizacional, remuneração do CEO e criação de valor para o acionista.

A TEORIA DA AGÊNCIA, O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL, A REMUNERAÇÃO DO CEO E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA: GAPS TEÓRICOS NA LITERATURA

Resumo

O objetivo do presente estudo consistiu em efetuar uma revisão de literatura sobre o desempenho organizacional, a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista sob a lente da teoria da agência. As hipóteses de relação entre aqueles conceitos têm sido estudadas na literatura em alguns cenários. No entanto, há relações entre aquelas variáveis que devem ser estudadas em diferentes contextos (mercados de capitais de diferentes países, por exemplo), podendo ser úteis para a construção de variados modelos de análise que incluam até outros conceitos ou outras hipóteses de investigação.

Introdução

Doubleday e Wagner (2009) referiram que o paradigma do governo das sociedades mudou dramaticamente no que respeita à remuneração do presidente da comissão executiva (Chief Executive Officer – CEO, de acordo com a sigla anglo-saxónica universalmente utilizada). No passado, os investidores não tinham uma voz ativa sobre como os CEO eram pagos. Se os acionistas estavam descontentes, tinham poucos recursos disponíveis para além de vender as suas ações. Segundo os mesmos autores, as recomendações do conselho executivo sobre a remuneração do CEO eram aprovadas pelas respetivas comissões de remuneração/vencimentos com pouca independência, utilizando as empresas concorrentes como forma de avaliar a competitividade da remuneração ou para fixarem objetivos de desempenho, na medida em que esses objetivos chegassem, sequer, a existir.

Atualmente, a literatura (e.g., Lilling, 2006; Ozkan, 2007; Shaw & Zhang, 2010) tem demonstrado que a determinação da remuneração dos CEO mudou drasticamente. Os investidores passaram a deter influência significativa e uma palavra a dizer em matéria de remuneração. Segundo Doubleday & Wagner (2009), o conselho executivo enfrenta um escrutínio cada vez mais apertado por parte dos acionistas, imprensa, legisladores e reguladores, enquanto tenta, ao mesmo tempo, conciliar o interesse de investidores e CEO. Os CEO passaram a ocupar um lugar secundário num processo que costumavam liderar. Um sistema de avaliação de desempenho forte determina se o interesse do *stakeholder* é ou não defendido, proporcionando uma base para a tomada de decisão. Estes desenvolvimentos estão a reposicionar a remuneração dos CEO, com as empresas a otimizar a ligação entre remuneração e desempenho, através de incentivos de curto e longo prazo.

A relação entre a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista também tem merecido a atenção dos investigadores ao longo do tempo. De acordo com Gong (2011), os académicos, os legisladores e a imprensa têm debatido os níveis elevados da remuneração dos CEO, questionando se são consistentes ou não com o interesse dos acionistas. Segundo este autor, os estudos existentes não demonstram resultados consistentes sobre o resultado do desempenho da remuneração do CEO, tendo, em vez disso, levantado preocupações acerca da capacidade da remuneração para alinhar os interesses do CEO e acionistas. Diversos exemplos da falta de alinhamento desses interesses surgiram durante a chamada crise do “*subprime*”, destacando-se o caso da remuneração dos CEO de *Wall Street*, originando uma forte discussão nos EUA.

Considerando as lacunas na investigação atual, o objetivo do presente estudo consiste em efetuar uma revisão de literatura sobre o desempenho organizacional, a remuneração

do CEO e a criação de valor para o acionista atendendo às premissas da teoria da agência. Pretende-se que os resultados identifiquem *gaps* teóricos a serem estudados para melhor solidificar essa teoria. O estudo encontra-se dividido em três pontos. O primeiro analisa a teoria da agência, debruçando-se sobre os conceitos principais e as críticas que lhe foram dirigidas ao longo do tempo. O segundo apresenta as diferentes variáveis de que se serve este estudo para sugerir os caminhos de investigação futura, tendo presente a sua utilização pela literatura no passado. Por último, atendendo ao referido nos dois pontos anteriores, são formuladas as hipóteses de investigação.

1. Teoria da Agência

Este ponto analisa a teoria da agência, expondo os principais conceitos, terminando com uma breve síntese das críticas que os autores lhe têm endereçado.

1.1 Relação de Agência

A divisão que surgiu após a revolução industrial entre proprietários e gestores, com os primeiros a deterem a propriedade, mas não um controlo significativo, e os últimos a deterem o controlo, mas não uma propriedade significativa, originou uma nova relação nas empresas (Berle & Means, 1932), a chamada “relação de agência” (Ross, 1973). Ross (1973) definiu esta relação como uma das formas mais antigas e comuns de interação social. Segundo este autor, uma relação de agência surge entre duas ou mais partes quando uma, designada de agente, age para, no benefício de, ou em representação de outra, designada de principal, no domínio particular da tomada de decisão. Jensen e Smith (1985) acrescentaram que a relação de agência é um contrato no qual o principal encarrega o agente de tomar decisões em seu benefício, envolvendo a delegação da autoridade ao agente. Segundo Jensen e Murphy (1990), a relação de agência mais comum na literatura é aquela que se estabelece entre o CEO (agente) e os acionistas (principal).

Segundo Eisenhardt (1989) e Bloom e Milkovich (1998), a relação de agência assume que as partes (principal e agente) estão sujeitas a três pressupostos comportamentais: racionalidade, aversão ao esforço e aversão ao risco. A racionalidade existe porque permite aos agentes e aos principais anteciparem e avaliarem a probabilidade de contingências futuras em função dos seus próprios interesses (Baiman, 1990). A aversão ao esforço existe porque os agentes procuram despender o menor trabalho possível nas suas tarefas sem, no entanto, diminuir a remuneração (Bloom & Milkovich, 1998). A aversão ao risco existe porque a segurança no emprego e o rendimento dos agentes está

associada a uma única entidade (Balkin, Markman & Gomez-Mejia, 2000). Neste particular, Wiseman e Gomez-Mejia (1998) referiram que, ao contrário do agente, o principal é neutro ao risco porque beneficia do efeito de diversificação. Balkin et al. (2000) defenderam que esta diferença de atitude face ao risco potencia um conflito de interesses entre o agente e o principal, com o agente a privilegiar decisões conservadoras para reduzir a exposição ao risco e o principal a privilegiar a maximização dos resultados.

1.2 Problema de Agência

Jensen e Meckling (1976) referiram que, se o principal e o agente maximizarem a utilidade, há uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal, originando o chamado “problema de agência”. O problema de agência ocorre quando partes que cooperam entre si têm diferentes objetivos e visões do trabalho (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989), ou seja, quando o comportamento cooperativo que maximiza o interesse das partes não coincide com o interesse individual de cada parte interveniente (Baiman, 1990). Segundo Zajac e Westphal (1994) e Chua, Chrisman e Sharma (2003), o problema de agência surge quando a relação de agência se caracteriza pela divergência de interesses, assimetria de informação e racionalidade limitada. Estas três características são descritas e ilustradas sucintamente nos parágrafos seguintes.

A divergência de interesses resulta da prossecução de objetivos diferentes pelo principal e pelo agente (Zajac & Westphal, 1994; Chua et al., 2003). A assimetria de informação refere-se ao facto do agente conhecer melhor as suas decisões, capacidades, motivações, criatividade e esforço do que o principal (Zajac & Westphal, 1994; Chua et al., 2003). Segundo Zajac e Westphal (1994), a literatura da teoria da agência designa as duas características da assimetria de informação de seleção adversa e risco moral. Kaplan e Atkinson (1998) referiram que a seleção adversa define a dificuldade do principal em selecionar um gestor com as competências adequadas para desempenhar a tarefa que lhe é atribuída. Segundo os mesmos autores, o risco moral pode ser definido como o pagamento pelo principal de uma remuneração ao agente sob condições em que a contribuição do agente para a organização não pode ser mensurada. Nesta circunstância, oferecer ao agente um contrato de remuneração fixa não é adequado, já que motiva-o a diminuir o nível de esforço real relativamente ao acordado no contrato (Stevens & Thevaranjan, 2010).

A racionalidade limitada designa a incapacidade dos proprietários preverem todas as opções futuras ou não deterem capacidades para processarem toda a informação, lidar com a complexidade e desenvolver ações ótimas atendendo à maximização dos seus

interesses (Chua et al., 2003). Também os agentes são afetados por esta característica (Mellahi & Collings, 2010) e, para lidarem com a limitação da análise de informação complexa e incompleta, baseiam as suas decisões apenas em parte da informação disponível, podendo resultar em enviesamentos num contexto de tomada de decisão complexa.

1.3 Custos de Agência

O principal pode incorrer em perdas, os chamados “custos de agência”, sempre que o agente prossiga objetivos diferentes do principal (Jensen & Meckling, 1976). Segundo Tosi, Werner, Katz e Gomez-Mejia (2000), tal decorre do problema de agência anteriormente abordado, isto é, os agentes são avessos ao risco e têm interesses próprios que podem diferir dos interesses do principal. Estes pressupostos indicam que o agente pode desenvolver ações com base numa agenda própria que vise cumprir os seus próprios objetivos (Tosi et al., 2000).

Jensen e Meckling (1976) referiram que os custos de agência surgem em qualquer relação que envolva esforços de cooperação entre duas ou mais partes. Estes autores definiram os custos de agência como a soma das despesas incorridas com um sistema de monitorização, das despesas de ligação e da perda residual. O sistema de monitorização destina-se a limitar as atividades anormais do agente. As despesas de ligação destinam-se a garantir que o agente não desenvolva determinadas ações que prejudiquem o principal ou a assegurar que este seja recompensado se tais ações existirem. A perda residual designa a redução dos benefícios para o principal em consequência da divergência de interesses entre o principal e o agente, mesmo após a implementação de um sistema de monitorização e da realização de despesas de ligação.

Bloom e Milkovich (1998) referiram que é necessário induzir os agentes, preocupados com o interesse próprio, com a maximização da utilidade e avessos ao risco, a agir em benefício do principal e, assim, aumentar o valor/desempenho da empresa. Para isso, o principal deve procurar estabelecer um contrato com o agente que inclua o desenvolvimento de um sistema de monitorização do comportamento e das decisões do agente.

1.4 Contrato de Agência

Eisenhardt (1989) referiu que o foco da teoria da agência passa por determinar o contrato mais eficiente, dados os pressupostos existentes sobre os indivíduos, as organizações e a informação. Este autor resume o foco de análise à seguinte questão: “um contrato

orientado para o comportamento (salários e hierarquia) é mais eficiente do que um contrato orientado para os resultados (comissões, opções sobre ações e transferência de propriedade)?” (Eisenhardt, 1989, p. 58). Respondendo a esta questão, a teoria desenvolvida sobre a eficiência do contrato de agência indica duas alternativas que podem ser seguidas pelo principal para solucionar o problema principal-agente (Tosi et al., 2000). Primeira, quando o principal tem informação completa acerca dos esforços do agente, o contrato mais eficiente baseia-se na observação do comportamento do agente (monitorização). A seleção desta alternativa permite evitar que um contrato baseado nos resultados transfira, desnecessariamente, riscos para o agente que, presumivelmente, é avesso ao risco. A teoria da agência refere-se a esta alternativa como a “primeira melhor” para solucionar o problema principal-agente. Na segunda alternativa, quando o principal não consegue observar o esforço do agente e a assimetria de informação é elevada, resta ao principal transferir o risco para o agente, através de um contrato de incentivos. Esta alternativa é referida como a “segunda melhor” solução.

Tosi e Gomez-Mejia (1989) definiram monitorização como a observação direta ou indireta do esforço ou comportamento do agente durante um determinado período de tempo. Esta monitorização pode ser alcançada através da orçamentação, do controlo contabilístico, de regras e de políticas. Os mesmos autores consideraram os sistemas de incentivos como estruturas de recompensas desenvolvidas com o objetivo de induzir os executivos a tomar decisões no melhor interesse dos acionistas. O alinhamento dos interesses entre o principal e o agente pode ser conseguido através de contratos que tornem a remuneração dos agentes dependente dos resultados do desempenho (Tosi et al., 1997).

Bloom e Milkovich (1998) referiram que a resolução do problema de agência não depende de uma seleção direta entre sistemas de monitorização e de incentivos. Segundo estes autores, desde que o desempenho possa ser medido tanto pelas ações como pelos resultados dessas ações, a primeira escolha do principal centra-se em criar um equilíbrio entre a remuneração base (baseada no comportamento) e os incentivos (baseados nos resultados). O contrato de agência tem de refletir um equilíbrio, ao utilizar incentivos suficientes para alinhar os interesses do agente com os interesses do principal, sem transferir demasiado risco e variabilidade remuneratória para o agente. Este equilíbrio é designado, na teoria da agência, por “contrato ótimo de remuneração” que maximiza os retornos para o principal através de modificações à estrutura de monitorização e remuneração do agente com o objetivo de alcançar as variações pretendidas no sucesso organizacional (Bloom & Milkovich, 1998).

1.5 A Teoria da Agência e a Contabilidade de Gestão

Várias ferramentas de contabilidade de gestão podem ser entendidas como sistemas de monitorização, avaliação e incentivos para mitigar o problema de agência. De entre as estratégias de monitorização internas das empresas para mitigar o problema de agência, Wickramasinghe e Alawattage (2007) destacaram os sistemas de avaliação de desempenho. Neely, Gregory e Platts (2005) definiram a avaliação de desempenho como o processo de quantificar a eficiência e eficácia da ação. A avaliação de desempenho aplica-se tanto a indivíduos como a organizações (Burke & Litwin, 1992) e é, geralmente, operacionalizada por indicadores de desempenho objetivos (Indjejikian & Nanda, 2002). Neely et al. (2005) definiram indicador de desempenho como o indicador de quantificação utilizado para mensurar a eficiência e/ou a eficácia de uma ação. Murphy (2001) referiu que os indicadores de desempenho surgiram da necessidade de criar incentivos e, ao mesmo tempo, estabelecer níveis de remuneração competitivos.

Kunz e Pfaff (2002) identificaram duas funções da avaliação de desempenho que mitigam o problema de agência. Para estes autores, as organizações económicas modernas são equipas complexas cujo resultado é o conjunto do esforço de vários indivíduos. Como as equipas são forçadas a atingir um determinado nível de eficiência, as tarefas são delegadas a unidades de produção especializadas, que agem em benefício de outras. Essa especialização envolve a dispersão de conhecimento e informação, o que resulta na incongruência de objetivos entre os participantes. Uma vez que a assimetria de informação e os conflitos de interesses representam perdas de eficiência, são necessários procedimentos e mecanismos para mitigar essa perda. A função da avaliação de desempenho nesta circunstância é dupla. Primeiro, pretende controlar o comportamento discricionário ao alinhar os interesses, através do estabelecimento de incentivos contingentes. Segundo, avalia a contribuição de cada indivíduo para o resultado geral, ficando a remuneração condicionada ao desempenho individual. A teoria da agência permite analisar e avaliar a eficiência de tais mecanismos.

1.6 Críticas à Teoria da Agência

Macintosh e Quattrone (2010) criticaram a parcialidade da análise à utilização da assimetria de informação. Segundo os autores, a teoria da agência concentra-se nos problemas com que se depara o principal quando o agente utiliza a assimetria de informação em seu benefício. No entanto, a teoria ignora que o proprietário também possa ter acesso privilegiado a informação crucial, como a tecnologia de produção da empresa e a concorrência de mercado, e que possa utilizar essa informação em seu

benefício na negociação do contrato, prejudicando deliberadamente o agente. Como os autores concluíram, “a assimetria de informação não é uma rua de sentido único” (Macintosh & Quattrone, 2010, p. 70).

Cohen e Holder-Webb (2006) criticaram o pressuposto comportamental da racionalidade da teoria da agência, referindo que esse pressuposto se confunde com a maximização do interesse próprio. Os autores argumentaram que mesmo um indivíduo que procure maximizar o seu interesse tem muitas razões para decidir de forma diferente, sendo os indivíduos guiados, em parte, pelos interesses societários. Além disso, a teoria ignora que a prossecução do interesse próprio possa ser limitada pela ética e valores sociais do indivíduo. Indjeikian (1999) acrescentou que a noção de muitas relações empregador-empregado envolve acordos informais, entendimentos acerca dos deveres e responsabilidades individuais, avaliação organizacional e práticas de recompensa ignoradas pela teoria da agência.

Nilakant e Rao (1994), citando Perrow (1986), referiram que a teoria da agência negligencia os abusos por parte do principal, desvaloriza temas como o domínio e a autoridade e exagera na prevalência do comportamento de interesse próprio, negligenciando outros tipos de comportamento. Segundo os autores, a teoria também falha em analisar como determinados aspetos, como a margem organizacional e as políticas de promoção, que têm em conta a duração dos contratos, podem reduzir o efeito da seleção adversa e do risco moral. No mesmo sentido, Broadbent et al. (1996) criticaram a desconsideração, pela teoria, da importância das relações de longo prazo e da confiança que podem induzir o agente a atuar, espontaneamente, no interesse do principal, em vez de responder a obrigações contratuais e a sistemas de incentivos.

Verstegen (2001) resumiu a sua crítica à teoria da agência referindo que “parece ser mais popular em argumentos teóricos do que na aplicação prática” (Verstegen, 2001, p. 123). Esta crítica vai de encontro à de vários académicos (e.g., Baiman, 1990; Shapiro, 2005; Subramaniam, 2006) que apontaram a formulação demasiado simplista dos modelos, mas, como referiu Jensen (1994, p. 11) “nenhuma teoria, incluindo a de agência, é perfeita”.

2. Variáveis

Este ponto apresenta as diferentes variáveis de que se serve o estudo para sugerir os caminhos de investigação futura, atendendo à sua utilização pela literatura.

2.1 Remuneração Total do CEO

A remuneração é “a prestação a que, nos termos do contrato, das normas que o regem ou dos usos, o trabalhador tem direito em contrapartida do seu trabalho” (n.º1 do artigo 258º do Código do Trabalho). Para Goergen e Renneboog (2011), a remuneração dos CEO é composta por duas componentes: a remuneração de curto prazo e a remuneração de longo prazo. Segundo estes autores, a remuneração de curto prazo inclui a remuneração base e o bónus baseado no desempenho do último ano. Já a remuneração de longo prazo inclui opções sobre ações, ações restritas e planos de incentivos de longo prazo.

No presente estudo, a variável remuneração do CEO é mensurada de acordo com a definição de Miller, Wiseman e Gomez-Mejia (2002), que definiram a variável “remuneração total do CEO” como a que inclui todas as formas de remuneração (que Goergen e Renneboog [2011] dividiram), como a remuneração base, bónus, opções sobre ações, ações restritas e outras remunerações. A variável remuneração total do CEO foi utilizada nos estudos de Ozkan (2007), Chhaochharia e Grinstein (2009) e Frydman e Jenter (2010).

2.2 Desempenho Organizacional

Combs, Crook e Shook (2005) referiram que o desempenho organizacional tem sido definido de forma muito abrangente como “os resultados sociais e económicos que resultam da interação entre atributos, ações e ambiente de uma organização” (p 278). Embora alguns estudos refiram o desempenho organizacional como sinónimo de desempenho financeiro (e.g., Hamann, Schiemann, Bellora & Guenther, 2013), segundo Richard, Devinney, Yip e Johnson (2009), o desempenho organizacional vai além do desempenho financeiro das empresas, uma vez que também inclui o desempenho não financeiro (e.g., eficiência, devoluções, reclamações, etc.).

No presente estudo, o desempenho organizacional é medido através das variáveis dependentes “desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos” e “desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado” de acordo com a classificação atribuída aos diversos indicadores de desempenho organizacional nos estudos de Iltner, Larcker e Randall (2003), Richard et al. (2009) e Gentry e Shen (2010). São ainda consideradas as dimensões dos estudos de Murphy, Trailer e Hill (1996) para agrupar os indicadores selecionados que fazem parte de cada uma das variáveis. As limitações, tanto dos indicadores contabilísticos como dos indicadores de mercado, para avaliarem, individualmente e de forma adequada, o desempenho organizacional justificam a opção pela utilização dos dois tipos de indicadores de desempenho em

simultâneo. Diversos autores fizeram a mesma opção nos seus estudos, como Matolcsy e Wright (2011), Masulis, Wang e Xie (2012) e Veprauskaitė e Adams (2013).

2.2.1 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores Contabilísticos

Segundo Richard et al. (2009), os indicadores contabilísticos são a forma mais comum e simples de medir o desempenho organizacional, sendo que diversos autores recorreram a estes indicadores para o medirem (e.g., Veprauskaitė & Adams, 2013). Os indicadores contabilísticos utilizados no presente estudo foram determinados a partir dos indicadores identificados pelos autores já referidos, tendo sido selecionados os que obtiveram resultados significativos com a remuneração do CEO em investigações anteriores (e.g., Murphy, 1998, 2001; Perry & Zenner, 2001; Oreland, 2007; Rocha, Queiroz & Gallon, 2012; Kateratorn, 2013). Os dois indicadores selecionadas foram: *net operating profits* (doravante resultado líquido) e *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA). Estes indicadores são definidos nos pontos seguintes.

- **Resultado Líquido:** O indicador resultado líquido é igual às receitas de uma empresa menos o seu custo das mercadorias vendidas e os custos de vender, gastos gerais e gastos administrativos. São também retirados os gastos de financiamento e os impostos (Richard et al., 2009). Segundo Hoyle (2015), este indicador representa o aumento líquido do capital dos acionistas que resulta das operações de uma empresa. Diversos estudos relacionaram, com sucesso, o resultado líquido com a remuneração do CEO, nomeadamente Murphy (1998, 2001) e Perry e Zenner (2001).
- **EBITDA:** O EBITDA é calculado a partir do resultado líquido de uma empresa antes de subtraídas as despesas com gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações (Hoyle, 2015). Para Hoyle (2015), este indicador pretende representar a rentabilidade operacional, ou seja, os lucros realizados com os ativos atuais e com as operações de produção e venda de produtos, fornecendo, ao mesmo tempo, informação sobre o *cash flow*. O indicador EBITDA ignora os impostos a pagar e os gastos de financiamento e remove os efeitos dos gastos que não incluem fluxos monetários, como as amortizações e as depreciações (Richard et al., 2009). O indicador EBITDA foi relacionado, com sucesso, com a remuneração do CEO por Oreland (2007), Rocha et al. (2012) e Kateratorn (2013).

Richard et al. (2009) referiram que, apesar da validade da utilização dos indicadores contabilísticos estar provada, estes indicadores estão sujeitos a várias limitações, como

distorções causadas pelas políticas contabilísticas adotadas, erro humano e fraude. Os autores destacaram que, devido à sua dependência de informação auditável, os indicadores contabilísticos refletem o que aconteceu e são muito limitados a antecipar e a revelar expectativas sobre o desempenho futuro. Gentry e Shen (2010) defenderam que os indicadores contabilísticos refletem o passado e o desempenho financeiro de curto prazo. Para mitigar as falhas destes indicadores na avaliação de desempenho organizacional, foi acrescentada a variável desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

2.2.2 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores de Mercado

Segundo Richard et al. (2009), os indicadores de mercado são um instrumento privilegiado para caracterizar o desempenho organizacional. Para os autores, o ponto forte destes indicadores é olharem para o futuro, representando, em teoria, o valor presente dos fluxos de caixa futuros e, por isso, o valor de uma empresa. Os autores referiram ainda que os indicadores de mercado incorporam o valor dos ativos intangíveis (e.g., imagem de marca) de forma mais eficiente do que a informação contabilística. Diversos autores (e.g., Johnson, Young & Welker, 1993; Gomez-Mejia & Palich, 1997; Christensen, Kent & Stewart, 2010) recorreram a estes indicadores para medirem o desempenho organizacional.

Os indicadores de mercado utilizados na presente investigação foram determinados a partir dos indicadores identificados pelos autores já referidos, tendo sido selecionados os que obtiveram resultados significativos com a remuneração do CEO em investigações anteriores (e.g., Murphy, 1998; Buck, Bruce, Main & Udueni, 2003; Core, Guay & Larcker, 2003; Milbourn, 2003; Ozkan, 2007; Johnson, Ryan & Tian, 2008). Por conseguinte, os dois indicadores selecionados foram: EPS básico e preço das ações. Estes indicadores fazem parte da dimensão “lucro” identificada por Murphy et al. (1996), o que indica uma provável correlação entre os indicadores.

- **EPS Básico:** Segundo Seetharaman e Raj (2011), o EPS pode ser definido como o indicador da capacidade financeira de uma empresa. Estes autores referiram que o EPS mede o desempenho de uma empresa durante um período económico e sugere a sua evolução num futuro próximo, com o resultado líquido a ter em conta tanto os resultados das operações de uma empresa como os efeitos do financiamento. A IAS 33 identifica duas formas de cálculo do EPS: o EPS básico e o EPS diluído. O presente estudo recorreu à fórmula do EPS básico. A IAS 33 refere que o EPS básico “deve ser calculado dividindo os lucros ou prejuízos atribuíveis aos detentores de

capital próprio ordinário da entidade mãe (o numerador) pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação (o denominador) durante o período” (§ 10). Diversos estudos relacionaram, com sucesso, o indicador EPS e a remuneração do CEO, como os de Buck et al. (2003), Ozkan (2007) e Johnson et al. (2008).

- **Preço das Ações:** O preço das ações refere-se ao preço de cotação das ações ordinárias num mercado regulamentado (Richard et al., 2009). A IAS 33 define ação ordinária como um instrumento de capital próprio subordinado às restantes classes de instrumentos desse capital. Um mercado regulamentado é um mercado de instrumentos financeiros, que inclui valores mobiliários como ações e obrigações (artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários), inscrito numa lista oficial (Portaria n.º 556/2005, de 27 de junho) aprovada por um Estado, de funcionamento regular (Diretiva 93/22CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993). Os estudos de Murphy (1998), Core et al. (2003) e Milbourn (2003) confirmaram a existência de uma relação entre o indicador preço das ações e remuneração do CEO.

Os indicadores de mercado, tal como os indicadores contabilísticos, apresentam várias limitações. Para Merchant (2007), o mercado nem sempre reflete o desempenho efetivo. Ou seja, algumas avaliações são influenciadas de forma significativa por expectativas futuras que nunca se concretizarão. O autor exemplificou com aumentos no preço das ações resultantes de anúncios de novos avanços na investigação e desenvolvimento ou a contratação de um novo executivo chave. O preço das ações irá descer novamente quando for divulgado que o novo avanço não tem valor comercial ou quando o novo executivo deixar a entidade sem nenhum benefício real. O autor acrescentou ainda que pagar bónus baseados nos indicadores de mercado é arriscado, já que esses pagamentos podem ser efetuados em contrapartida de resultados que nunca se realizarão.

2.3 Criação de Valor para o Acionista

No presente estudo, a criação de valor para o acionista é medida com recurso ao método *Market Value Added* (MVA). O MVA é calculado através da subtração do valor aplicado pelos acionistas ao valor de mercado do capital (Brigham & Ehrhardt, 2008). Segundo Hillman e Keim (2001), o valor de mercado do capital corresponde à capitalização bolsista de uma empresa e o valor aplicado corresponde ao capital investido pelos acionistas. O MVA foi utilizado por diversos autores que analisaram a relação entre a

remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista (e.g., Sheikholeslami, 2001; Fatemi, Desai & Katz, 2003; Baum, Sarver & Strickland, 2004).

3. Formulação das Hipóteses de Investigação

As hipóteses de investigação apresentadas neste ponto foram formuladas a partir das contribuições de diversos autores (e.g., Riahi-Belkaoui, 1992; Core et al., 2003; Shaw & Zhang, 2010) com o objetivo de testar os pressupostos da teoria da agência.

3.1 Desempenho Organizacional e Remuneração Total do CEO

É expectável que as variáveis desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influenciem de forma positiva e significativa a variável remuneração total do CEO. Esta presunção baseia-se no pressuposto da utilização, pelas empresas, da contratação ótima (e.g., Bloom & Milkovich, 1998) para alinhar os interesses dos CEO com o desempenho organizacional e com os interesses dos acionistas (e.g., Tosi et al, 1997), mitigando assim o problema de agência e os custos associados (e.g., Jensen & Meckling, 1976). Uma vez que os interesses dos acionistas dependem diretamente do desempenho organizacional (e.g., um resultado líquido elevado representa, teoricamente, um dividendo ou investimento também mais elevado), é expectável que o desempenho organizacional seja determinante no valor da remuneração total do CEO.

A relação entre o desempenho organizacional e a remuneração do CEO foi provada por diversos autores, como Lilling (2006) e Shaw e Zhang (2010). Também Riahi-Belkaoui (1992), Murphy (1998, 2001) e Perry e Zenner (2001), recorrendo a indicadores contabilísticos, provaram a existência da relação entre o desempenho organizacional e a remuneração do CEO. Buck et al. (2003), Dutta e Reichelstein (2005), Ozkan (2007) e Johnson et al. (2008), recorrendo a indicadores de mercado, provaram o mesmo.

Com base na literatura referida e para analisar o *gap* teórico identificado nas relações entre desempenho organizacional e remuneração total do CEO, foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

1.^a Hipótese de Investigação (H₁): O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

2.^a Hipótese de Investigação (H₂): O desempenho organizacional baseado em indicadores contábilísticos influencia a remuneração total do CEO.

3.^a Hipótese de Investigação (H₃): O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a remuneração total do CEO.

3.2 Desempenho Organizacional, Remuneração Total do CEO e Criação de Valor para o Acionista

Paralela à influência do desempenho organizacional na remuneração total do CEO, e retomando as premissas da contratação ótima da teoria da agência (e.g., Tosi et al., 1997), está a influência do desempenho organizacional na criação de valor para o acionista. Uma vez que se prevê a influência do desempenho organizacional baseado em indicadores contábilísticos e de mercado na remuneração total do CEO e da remuneração total do CEO na criação de valor para o acionista, então o desempenho organizacional baseado em indicadores contábilísticos e de mercado influenciará a criação de valor para o acionista. Assim, é expectável que o desempenho organizacional baseado em indicadores contábilísticos e o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influenciem, de forma positiva e significativa, a criação de valor para o acionista. Esta influência assenta na presunção de Merchant (2007) de que o mercado absorve toda a informação disponível sobre uma dada empresa e reflete-a na sua avaliação sobre a mesma, fazendo com que varie a criação de valor para o acionista. A relação entre os indicadores contábilísticos e de mercado e a criação de valor para o acionista foi provada anteriormente, por exemplo, por Milunovich e Tsuei (1996), Uyemura, Kantor e Pettit (1996) e Vijayakumar (2008).

Por último, e tal como introduzido no parágrafo anterior, é expectável que a remuneração total do CEO influencie a criação de valor para o acionista de forma positiva e significativa. Esta influência baseia-se no pressuposto da contratação ótima da utilização dos esquemas de remuneração dos CEO para mitigar o problema de agência e associar os interesses destes com os interesses dos acionistas (e.g., Tosi et al, 1997; Bloom & Milkovich, 1998). Esta relação já foi provada anteriormente por Sheikholeslami (2001), Fatemi et al. (2003) e Baum et al. (2004).

Com base nas contribuições da literatura referida e para esclarecer o *gap* teórico identificado nas relações entre desempenho organizacional, remuneração total do CEO e criação de valor para o acionista, foram acrescentadas as seguintes hipóteses de investigação:

4.^a Hipótese de Investigação (H₄): O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a criação de valor para o acionista.

5.^a Hipótese de Investigação (H₅): O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a criação de valor para o acionista.

6.^a Hipótese de Investigação (H₆): A remuneração total do CEO influencia a criação de valor para o acionista.

Conclusão

O objetivo do presente estudo consistiu em efetuar uma revisão de literatura sobre o desempenho organizacional, a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista sob a lente da teoria da agência. As hipóteses de relação entre aqueles conceitos têm sido estudadas na literatura em alguns cenários. No entanto, os resultados decorrentes desta revisão de literatura permitiram identificar o seguinte *gap* teórico: há relações entre o desempenho organizacional, a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista que devem ser estudadas em diferentes contextos (mercados de capitais de diferentes países, por exemplo) para melhor solidificar a teoria. Essas relações são: (1) o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado; (2) o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, influencia a remuneração total do CEO; (3) o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, e a remuneração total do CEO influenciam a criação de valor para o acionista.

Estas hipóteses de investigação pretendem contribuir, em termos teóricos, para explicar os fatores que condicionam o comportamento do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, o comportamento da remuneração total do CEO e o comportamento da criação de valor para o acionista. Em termos práticos, as hipóteses formuladas pretendem ajudar a esclarecer os *stakeholders* das sociedades cotadas, principalmente os acionistas, que são os seus proprietários. Assim, sugere-se a realização de estudos que apliquem as hipóteses de investigação formuladas às sociedades cotadas em mercados de capitais (e.g., *Euronext Lisbon*, *FTSE Italia*, etc.). Sugere-se igualmente que se comparem os resultados de duas amostras independentes, neste caso, comparando a situação das sociedades cotadas num mercado (e.g., *Euronext Lisbon*) com a situação das sociedades cotadas noutra mercado (e.g., *FTSE Italia*). Os resultados desta pesquisa, identificando e suportando as hipóteses para

investigação quantitativa futura, por exemplo, podem ainda ser úteis para a construção de variados modelos de análise que incluam até outros conceitos ou outras hipóteses sustentadas noutra revisão de literatura.

Referências

- Baiman, S. (1990). Agency research in managerial accounting: a second look. *Accounting, Organizations and Society*, 15(4), 341-371. doi: 10.1016/0361-3682(90)90023-N.
- Balkin, D., Markman, G., & Gomez-Mejia, L. (2000). Is CEO in high-technology firms related to innovation. *Academy of Management Journal*, 43(6), 1118-1129.
- Baum, C., Sarver, L., & Strickland, T. (2004). EVA, MVA and CEO compensation: further evidence. *American Business Review*, 22(2), 82-87.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property* (10th ed.). New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- Bloom, M., & Milkovich, G. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3), 283-297. doi: 10.2307/256908.
- Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2008). *Financial management: theory and practice* (12th ed.). Mason (OH): Thomson Learning, Inc.
- Broadbent, J., Dietrich, M., & Laughlin, R. (1996). The development of principal-agent, contracting and accountability relationships in the public sector: conceptual and cultural problems. *Critical Perspectives on Accounting*, 7, 259-284. doi:10.1006/cpac.1996.0033.
- Buck, T., Bruce, A., Main, B., & Udueni, H. (2003). Long term incentive plans, executive pay and UK company performance. *Journal of Management Studies*, 40(7), 1709-1727. doi: 10.1111/1467-6486.00397.
- Burke, W., & Litwin, G. (1992). A causal model of organizational performance and change. *Journal of Management*, 18(3), 523-545. doi: 10.1177/014920639201800306.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x.
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(55), 372-386. doi: 10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (2003). Sucession and nonsucession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16(2), 89-108. doi: 10.1111/j.1741-6248.2003.00089.x.

- Código do Trabalho. Lei n.º 7/2009, de 12 de fevereiro. Aprova a revisão do Código do Trabalho. Diário da República n.º 30/2009, Série I de 2009.02.12.
- Código dos Valores Mobiliários. Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro. Aprova o Código dos Valores Mobiliários. Diário da República – 1.ª Série A, n.º 265, de 13.11.1999, p. 7968.
- Cohen, J., & Holder-Webb, L. (2006). Rethinking the influence of agency theory in the accounting academy. *Issues in Accounting Education*, 21(1), 17-30. doi: 10.2308/iace.2006.21.1.17.
- Combs, J., Crook, T., & Shook, C. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. *Research Methodology in Strategy and Management*, 2, 259-286.
- Core, J., Guay, W., & Larcker, D. (2003). Executive equity compensation and incentives: a survey. *Economic Policy Review*, 9(1), 27-50. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.001.
- Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários. Jornal Oficial n.º L 141, de 11.06.1993, p. 0027-0046.
- Doubleday, D., & Wagner, J. (2009). New era for boards and executive “pay for performance”. *The Corporate Board*, 30(178), 5-12.
- Dutta, S., & Reichelstein, S. (2005). Stock price, earnings, and book value in managerial performance measures. *The Accounting Review*, 80(4), 1069-1100. doi: 10.2308/accr.2005.80.4.1069.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. doi: 10.5465/AMR.1989.4279003.
- Fatemi, A., Desai, A., & Katz, J. (2003). Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal*, 14, 159-179. doi: 10.1207/S15327906MBR3703_3.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *NBER Working Paper*, 16585, 1-42. doi: 10.3386/w16585.
- Gentry, R., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it? *Journal of Managerial Issues*, 22(4), 514-530.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1068-1077. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002.
- Gomez-Mejia, L., & Palich, L. (1997). Cultural diversity and the performance of multinational firms. *Journal of International Business Studies*, 28(2), 309-335.

- Gong, J. (2011). Examining shareholder value creation over CEO tenure: a new approach to testing effectiveness of executive compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 23, 1-28. doi: 10.2308/jmar-10105.
- Hamann, P., Schiemann, F., Bellora, L., & Guenther, T. (2013). Exploring the dimensions of organizational performance: a construct validity study. *Organizational Research Methods*, 16(1), 67-87. doi: 10.1177/1094428112470007.
- Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hoyle, J. (2015). *Advanced accounting* (12th ed.). Content Technologies, Inc.
- Indjejikian, R. (1999). Performance evaluation and compensation research: an agency perspective. *Accounting Horizons*, 13(2), 147-157. doi: 10.2308/acch.1999.13.2.147.
- Indjejikian, R., & Nanda, D. (2002). Executive target bonuses and what they imply about performance standards. *The Accounting Review*, 77(4), 793-819. doi: 10.2308/accr.2002.77.4.793.
- Ittner, C., Larcker, D., & Randall, T. (2003). Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms. *Accounting, Organizations and Society*, 28, 715-741. doi:10.1016/S0361-3682(03)00033-3.
- Jensen, M. (1994). Self-interest, altruism, incentives, & agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 1-16. doi: 10.2139/ssrn.5566.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M., & Smith, C. (1985). Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. *Theory of the Firm (Book)*, 1(1). doi: 10.2139/ssrn.173461.
- Johnson, S., Ryan, H., & Tian, Y. (2008). Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter. *Review of Finance*, 13(1), 115-145. doi: 10.1093/rof/rfn014.
- Johnson, W., Young, S., & Welker, M. (1993). Managerial reputation and the informativeness of accounting and market measures of performance. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 305-332. doi: 10.1111/j.1911-3846.1993.tb00394.x.
- Kaplan, R., & Atkinson, A. (1998). *Advanced Management Accounting* (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Kateratorn, J. (2013). Firm performance, agency conflict and factors affect top managements' compensation: evidence from Thailand. (Master thesis). Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University. Bangkok: Thailand.

- Kunz, A., & Pfaff, D. (2002). Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 275-295. doi: doi:10.1016/S0361-3682(01)00031-9.
- Lilling, M. (2006). The link between CEO compensation and firm performance: does simultaneity matter? *Atlantic Economic Journal*, 34, 101-114. doi: 10.1007/s11293-006-6132-8.
- Macintosh, N. & Quattrone, P. (2010). *Management accounting and control systems: an organizational and sociological approach* (2nd ed.). Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom: the effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 527-554. doi:10.1016/j.jacceco.2011.12.003.
- Matolcsy, Z., & Wright, A. (2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance*, 51, 745-763. doi: 10.1111/j.1467-629X.2010.00363.x.
- Mellahi, K., & Collings, D. (2010). The barriers to effective global talent management: the example of corporate élites in MNEs. *Journal of World Business*, 45(2), 143-149. doi:10.1016/j.jwb.2009.09.018.
- Merchant, K. (2007). Evaluating general managers' performances. *Strategic Finance*, 12-61.
- Milbourn, T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262. doi:10.1016/S0304-405X(03)00066-7.
- Miller, J., Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*, 45(4), 745-756. doi: 10.2307/3069308.
- Milunovich, S., & Tsuei, A. (1996). EVA[®] in the computer industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 104-115. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00108.x.
- Murphy, G., Trailer, J., & Hill, R. (1996). Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of Business Research*, 36, 15-23. doi: 10.1016/0148-2963(95)00159-X.
- Murphy, K. (1998). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3(2), 2485-2563. doi:10.1016/S1573-4463(99)30024-9.
- Murphy, K. (2001). Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 245-278. doi:10.1016/S0165-4101(01)00013-1.
- Neely, A., Gregory, M., & Platts, K. (2005). Performance measurement system design: a literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management*, 25(12), 1228-1263. doi: 10.1108/01443579510083622.

- Nilakant, V., & Rao, H. (1994). Agency theory and uncertainty in organizations: an evaluation. *Organization Studies*, 15(5), 649-672. doi: 10.1177/017084069401500501.
- Oreland, C. (2007). CEO cash compensation and ownership structure: the effect of family control on the pay-performance relationship. Acedido em: <http://www.snee.org/filer/papers/398.pdf>
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17, 349-364. doi:10.1016/j.mulfin.2006.08.002.
- Perry, T., & Zenner, M. (2001). Pay for performance? Government regulation and structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 62, 453-488. doi: 10.1016/S0304-405X(01)00083-6.
- Portaria n.º 556/2005, de 27 de junho. *Aprova a lista de mercados regulamentados*. Diário da República, 1.ª Série B, n.º 121, de 27-06-2005, pág. 3996.
- Riahi-Belkaoui, A. (1992). Executive compensation, organizational effectiveness, social performance and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(1), 25-38. doi: 10.1111/j.1468-5957.1992.tb00608.x.
- Richard, P., Devinney, T., Yip, G., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. doi: 10.1177/0149206308330560.
- Rocha, V., Queiroz, G., & Gallon, A. (2012, outubro). EBITDA e a remuneração de agentes da governança corporativa. *Comunicação apresentada no XV SemeAd*. ISSN 2177-3866.
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Seetharaman, A., & Raj, J. (2011). An empirical study on the impact of earnings per share on stock prices of a listed bank in Malaysia. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(2), 114-126. doi: 10.3923/ijaef.2011.114.126.
- Shapiro, S. (2005). Agency theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263-284. doi: 10.1146/annurev.soc.31.041304.122159.
- Shaw, K., & Zhang, M. (2010). Is CEO cash compensation punished for poor firm performance? *The Accounting Review*, 85(3), 1065-1093. doi: 10.2308/accr.2010.85.3.1065.
- Sheikholeslami, M. (2001). EVA, MVA, and CEO compensation. *American Business Review*, 19(1), 13-17.
- Stevens, D., & Thevaranjan, A. (2010). A moral solution to the moral hazard problem. *Accounting, Organizations and Society*, 35, 125-139. doi:10.1016/j.aos.2009.01.008.

- Subramaniam, N. (2006). Agency theory and accounting research: an overview of some conceptual and empirical issues. In Hoque, Z. *Methodological issues in accounting research: theories and methods*. (536). London: Spiramus Press, Ltd.
- Tosi, H., & Gomez-Mejia, L. (1989). The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, *34*, 169-189. doi: 10.2307/2989894.
- Tosi, H., Katz, J., & Gomez-Mejia, L. (1997). Disaggregating the agency contract: the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, *40*(3), 584-602. doi: 10.2307/257054.
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J., & Gomez-Mejia, L. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, *26*(2), 301-339. doi: 10.1177/014920630002600207.
- Uyemura, D., Kantor, C., & Pettit, J. (1996). EVA[®] for banques: value creation, risk management, and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, *9*(2), 94-113. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00118.x.
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms? *The British Accounting Review*, *45*, 229-241. doi: 10.1016/j.bar.2013.06.004.
- Verstegen, B. (2001). Nine ways for a decision maker to use theoretical notions, with special reference to teaching agency theory for management accounting. *Journal of Accounting Education*, *19*, 119-127. doi:10.1016/S0748-5751(01)00012-4.
- Vijayakumar, A. (2008). Linkage between market value added (MVA) and other financial variables: an analysis in Indian automobile industry. *Management and Labour Studies*, *33*(4), 504-521. doi: 10.1177/0258042X0803300405.
- Wickramasinghe, D., & Alawattage, C. (2007). *Management accounting change: approaches and perspectives*. New York: Routledge.
- Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of management review*, *23*(1), 133-153. doi: 10.5465/AMR.1998.192967.
- Zajac, E., & Westphal, J. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: when is more not better? *Strategic Management Journal*, *15*, 121-142. doi: 10.1002/smj.4250150909.