

Remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Executives' remuneration and the performance of Brazilian listed companies classified in corporate governance levels of BM&FBovespa

Trabalho apresentado no XVIII SemeAd – Seminários em Administração FEA-USP, São Paulo, Brasil, novembro 2015.

RESUMO

Com este trabalho, buscou-se examinar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. Foram analisadas as remunerações dos executivos e determinados indicadores econômico-financeiros de 143 companhias não financeiras, referentes ao período compreendido entre 2010 e 2013. Os dados foram analisados por meio de regressão linear múltipla, com o emprego da técnica estatística de panel data, cujos resultados permitiram inferir que há uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o retorno sobre o patrimônio líquido, o ativo total e os níveis de governança em que essas organizações estão inseridas. Isso demonstra que os executivos tendem a demandar esforços em busca de melhorias na performance econômico-financeira das companhias sob sua gestão, de modo a maximizar seus próprios rendimentos. Em outro norte, as variáveis referentes à alavancagem financeira, ao retorno sobre o ativo e ao lucro por ação apresentaram-se estatisticamente não significativas, o que pode demonstrar, entre outras coisas, que talvez a remuneração dos executivos não esteja associada ao desempenho dessas variáveis, em virtude da falta de benefícios que recompensem os esforços necessários para melhoria desses indicadores, além de evidenciar que pode haver conflitos de agência.

Palavras-chave: Desempenho Financeiro. Governança Corporativa. Remuneração Executiva.

ABSTRACT:

This study examined the relationship between executives' remuneration and the performance of Brazilian companies listed in corporate governance levels of BM&FBovespa. We analyzed the executives' remuneration and certain economic and financial indicators of 143 non-financial companies between 2010 and 2013. The data were analyzed by multiple linear regression, using the panel data statistical technique, and the results showed that there is a positive and statistically significant relationship between executives' remuneration and the return on equity, the total assets and the levels of governance in which these companies are inserted. It shows that executives tend to demand efforts seeking improvements in the economic and financial performance of the companies under their management in order to maximize their own income. The variables related to financial leverage, return on assets and earnings per share were statistically not significant. It can demonstrate that perhaps the executives' remuneration is not linked to the performance of these variables due to the lack of benefits that rewards the efforts required for the improvement of these indicators, besides showing that there may be agency conflicts.

Keywords: Corporate Governance. Executives' Remuneration. Financial Performance.

Thalysen Renan Bitencourt Machado

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). MBA em Controladoria Empresarial pela Universidade Estácio de Sá. Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado de Mato Grosso (UNEMAT). Professor da Universidade Católica do Tocantins. Contato: Av. Joaquim Teotônio Segurado, Quadra 1402 Sul, Lote 01, Plano Diretor Sul, Palmas (TO). CEP: 77061-002 E-mail: thalysen.renan@outlook.com.

Pablo Rogers

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo (FEA/USP). Mestre em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Professor da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Contato: Av. João Neves de Ávila, 2121, Bairro Santa Mônica, Uberlândia (MG). CEP: 38408.100. E-mail: pablo@fagen.ufu.br

1 INTRODUÇÃO

Tomando-se por base a Teoria Econômica Clássica, assume-se que as empresas atuam de forma racional para otimizar o lucro em longo prazo. Nas firmas clássicas há um único gestor, o qual é seu principal acionista, ou seja, fundem-se em uma só pessoa as figuras do proprietário e do gestor, razão pela qual não há conflitos de interesse no processo decisório dessas entidades (JENSEN; MACKLING, 1976). No entanto, com o surgimento das modernas corporações, nas quais a propriedade e a gestão são segregadas, estabeleceram-se as figuras dos acionistas (principal) e dos gestores (agente), sendo estes últimos os que se comprometem a gerir o capital daqueles em troca de benefícios pelos serviços prestados (SILVA *et al.*, 2014) e, conseqüentemente, surgiram conflitos de interesse entre acionistas e gestores.

O conflito de interesses entre o principal e agente, denominado de conflito de agência, pode fazer com que o último aja discricionariamente em benefício próprio, ainda que em detrimento dos interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Todavia, uma entidade constitui uma organização em que se estabelecem relações contratuais entre os diversos participantes, os quais podem ter objetivos distintos. Dessa forma, o seu adequado funcionamento depende do equilíbrio estabelecido entre esses participantes, sendo fundamental que os contratos sejam exercidos de forma harmônica, com vistas à redução da assimetria informacional (WILLIAMSON, 1979; FRAGA; SILVA, 2012).

Entre os impactos dos problemas de agência, encontram-se aqueles relacionados ao desempenho de uma entidade, o qual pode ser influenciado por diversos fatores, internos ou externos, como a volatilidade político-econômica, pressões regulatórias, concorrência, estrutura de governança, política de remuneração, capacidade de inovação, sistema de controle gerencial, entre outros (FERNANDES; MAZZIONI, 2015). Depois de uma série de escândalos financeiros, como os casos Enron, Qwest e Adelphia (CONYON; GREGG; MACHIN, 1995; KRAUTER, 2013), as boas práticas de governança corporativa passaram a ser uma preocupação relevante no universo empresarial. A importância de adotar os padrões de governança aumentou com a necessidade de captação de recursos a custos competitivos (SILVA *et al.*, 2014).

Com isso, muitas entidades passaram a buscar mecanismos que preconizam, sobretudo, o sistema estratégico de remuneração dos executivos e a adoção de diferentes níveis de governança corporativa (KRAUTER, 2013). Segundo Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012), esses sistemas de incentivos, como a remuneração, exercem uma função motivacional capaz de induzir o comportamento dos gestores a fim de alcançar determinado desempenho, em alinhamento aos interesses organizacionais, como forma de recompensar a *performance* dos gestores. Os incentivos financeiros podem, assim, fazer com que os gestores maximizem o desempenho das organizações pelas quais são responsáveis (AGUIAR *et al.*, 2012). Compreende-se por ‘executivos’ os membros dos Conselhos de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal (FERNANDES; MAZZIONI, 2015).

Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a existência de correlação entre medidas de desempenho de companhias brasileiras do setor de finanças e a remuneração de seus respectivos executivos referentes a 2009, 2010 e 2011. De acordo com os autores, obtiveram-se resultados mistos que não permitiram uma indicação consistente sobre a existência de uma correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das citadas companhias. Contudo, ressaltam que uma parte da amostra com empresas que utilizavam remunerações variáveis tende “a apresentar correlações positivamente significativas com as variáveis de desempenho utilizadas” (FERNANDES; MAZZIONI, 2015, p. 41).

Nesse contexto, buscou-se responder à seguinte questão: qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias brasileiras classificadas em um dos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa? Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, classificadas em um dos níveis de governança corporativa: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM).

Como evidenciado, os resultados de alguns estudos sobre essa temática não são conclusivos ou são divergentes, como as pesquisas de Kato, Kim e Lee (2007), Krauter (2013) e Beuren, Silva e Mazzioni (2014), pois as variáveis têm relações fracas ou não significativas (KRAUTER, 2013). Além disso, Krauter (2013) afirma que, no Brasil, ainda são poucas as pesquisas que relacionam a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas. Embora algumas pesquisas já tenham sido feitas, este estudo justifica-se por abordar um assunto relativamente pouco explorado, principalmente sobre a influência que a governança corporativa exerce sobre essa relação, cuja análise encontra-se respaldada no fato de evidenciar se a adesão aos níveis de governança corporativa influencia na relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho econômico-financeiro das empresas sob sua responsabilidade.

A relevância desta pesquisa pauta-se, desse modo, no fato de buscar demonstrar empiricamente se a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras de capital aberto é significativa para justificar os incentivos pagos e recebidos. O artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção é composta pelo referencial teórico, com temas voltados à teoria da agência e governança corporativa, à relação entre a remuneração dos executivos e ao desempenho organizacional. Na terceira seção evidenciam-se os aspectos metodológicos. Na quarta, os resultados são analisados e discutidos. Na quinta seção, apresentam-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa

Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2003), a competitividade internacional das economias precisa fundamentar-se sobre uma base formada por empresas dinâmicas, com baixo custo de capital e que adotem boas práticas de governança corporativa. Isso é essencial para o crescimento econômico de nações lideradas pelo setor privado (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Entretanto, a segregação entre controle e propriedade é o principal problema da atualidade, com foco no conflito de agência, de modo que as entidades têm buscado atenuar o comportamento de gestores oportunistas. Nas corporações em que há segregação entre propriedade e gestão não se pode esperar que os executivos administrem com o mesmo grau de eficiência os recursos dos acionistas, como se a eles pertencessem (ROSSETTI; ANDRADE, 2012), pois estão interessados no bem-estar pessoal utilizando o menor esforço possível, ao passo que os acionistas prezam pela maximização de seus investimentos, o que resulta no conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Buscando reduzir o referido conflito, ao longo do tempo foram desenvolvidas práticas de governança corporativa. Desse modo, tem-se que a governança corporativa é um arcabouço legal e regulador que visa assegurar os direitos dos acionistas, dispondo informações para que acompanhem as decisões organizacionais de modo a promover a interação entre acionistas, conselheiros e gestores (MONKS; MINOW, 2004). Nessa perspectiva, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) retrata a governança como um sistema para direcionar e monitorar a sociedade, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho administrativo, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Além disso, pode ser concebida como uma estrutura de poder, com foco na relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios dos executivos, que busca relacionar a estratégia às operações, à geração de valor e aos resultados de uma companhia (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2001).

2.2 A Relação entre a Remuneração e o Desempenho Organizacional

O crescimento econômico apresentado por empresas brasileiras nos últimos anos foi influenciado, sobretudo, pela solidez macroeconômica, por maior participação do mercado acionário e, também, pela implementação de boas práticas de governança corporativa, compreendidas como mecanismos de controle utilizados para minimizar os custos decorrentes do problema de agência (COSTA, 2008; CATAPAN; COLAUTO, 2014). Na concepção de Jensen e Meckling (1976), é impossível o principal assegurar que o agente tome decisões de nível ótimo, do ponto de vista daquele, sem que incorra em custos, ou seja, a custo zero. Assim, o principal tende a incorrer em custos relacionados a incentivos oferecidos ao agente, a fim de que este maximize o bem-estar daquele, o qual pode estar relacionado a benefícios pecuniários e não pecuniários (JENSEN; MECKLING, 1976).

Rossetti e Andrade (2012, p. 243) afirmam que “uma das mais complexas questões de governança corporativa é a definição de um modelo eficaz de remuneração para a direção executiva”, cuja questão está interligada à redução dos custos de agência e ao alinhamento dos interesses assimétricos de principais e agentes. Nesse contexto, os autores tratam que, para alinhar os interesses de gestores e acionistas, se fez necessário vincular o modelo de remuneração dos executivos ao desempenho econômico-financeiro das organizações.

O alinhamento entre os interesses do principal e do agente ocorre “por meio de sistemas de monitoramento (o principal observa e limita as ações do agente) e compensação (um contrato de remuneração atrelado ao resultado)” (BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014, p. 13). Esse sistema estratégico de remuneração tem por função reduzir o conflito de interesses entre agente e principal, pois, por meio de contrato celebrado entre as partes, são ofertados incentivos que estimulam escolhas que almejem bons resultados financeiros. A política de remuneração pode ser compreendida como uma relação contratual entre acionistas e gestores para assegurar a eficácia de ações que maximizem a riqueza daqueles (JENSEN; MURPHY, 1990).

A referida política é composta por três dimensões independentes: o nível de remuneração; a forma funcional; e a composição do pacote de pagamentos (BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988). O sistema de remuneração, entre outros aspectos, tende a alinhar a conduta dos colaboradores com a estratégia estabelecida, fazendo com que a organização alcance maior nível de desempenho econômico-financeiro (GOMEZ-MEJIA; WELBOURNE, 1988; KRAUTER, 2013). Nesse sentido, o sistema de recompensa adotado por uma empresa demonstra-se importante à medida que a possibilita superar seus concorrentes, em razão de implementação de determinadas estratégias (BALSAM; FERNANDO; TRIPATHY, 2011).

Segundo Beuren, Silva e Mazzioni (2014, p. 12), “a remuneração estratégica deve ser concebida como forma de canalizar energias para o contexto dos interesses dos proprietários, auxiliando-os no alinhamento de interesses e atuando como uma alavanca de resultados”. A oferta de incentivos surgiu como forma de o principal monitorar o agente (WATTS; ZIMMERMAN, 1990). A remuneração, além de ser um dos sistemas mais complexos da área de Recursos Humanos, serve de estímulo na busca por desempenhos melhores, pois alinha o objetivo estratégico do negócio e o comportamento das pessoas envolvidas (KRAUTER, 2013). Compreende-se remuneração como “a contrapartida econômica e/ou financeira de um trabalho realizado” (HIPÓLITO; DUTRA, 2012), a qual é dividida em fixa e variável.

Essa estratégia compreende remunerações fixas e variáveis de curto e longo prazo. Os pagamentos variáveis representam recompensas em razão do cumprimento de metas e objetivos preestabelecidos, e dizem respeito aos benefícios não monetários relacionados ao desempenho de certa atividade (KRAUTER, 2013), a qual pode ser uma forma de ressaltar a simetria entre os interesses de gestores e proprietários (JENSEN; MACKLING, 1976). A remuneração fixa é aquela recebida em contrapartida pelo trabalho prestado, ao passo que a variável é aquela recebida pelo alcance de metas estabelecidas (KRAUTER, 2013).

Segundo Jensen e Murphy (1990), algumas informações são potencialmente úteis para determinar a remuneração dos executivos, entre as quais se encontram as medidas sobre a atividade executada pelos executivos, desempenho individual da empresa, desenvolvimento da empresa em relação a outras organizações de um mesmo segmento e/ou região de atuação. Além disso, na concepção de Murphy (1985), as medidas contábeis estão relacionadas ao desempenho organizacional e, conseqüentemente, à remuneração dos executivos. De acordo com Bushman e Smith (2001), o retorno das ações é um importante indicador para determinar a remuneração dos executivos. Além disso, Pukthuanthong, Tamor e Wallace (2004) afirmam que este é um indicador mais intuitivo, pois reflete a coerência entre as metas dos acionistas e gestores. Complementarmente, Jensen, Murphy e Wruck (2004) apontam que a governança corporativa e a remuneração dos executivos estão diretamente relacionadas.

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 (DALMÁCIO; REZENDE; SLOMKI, 2009, p. 12).

De acordo com Funchal e Terra (2006), “a governança corporativa tem sido um elemento incorporado aos estudos de desempenho das companhias e da remuneração dos executivos”. Além da remuneração, outros benefícios são incorporados à gratificação dos gestores, como a progressão de cargos, carreiras e salários; aspectos ligados ao desenvolvimento pessoal e profissional; e planos de aposentadoria (KRAUTER, 2013). Ademais, é importante analisar se o nível de governança corporativa de uma empresa pode interferir na relação entre a remuneração executiva e o desempenho organizacional (FUNCHAL; TERRA, 2006).

3 METODOLOGIA

Metodologicamente, esta pesquisa classifica-se como descritiva, quantitativa e documental. Sua população é constituída por companhias abertas brasileiras não financeiras listadas e classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. Foram excluídas da análise as entidades financeiras, por apresentarem características e regulamentações específicas que poderiam afetar o resultado desta pesquisa, bem como aquelas que não apresentaram os dados necessários ao desenvolvimento deste trabalho. Com isso, formulou-se uma amostra final composta por 143 empresas e 572 observações. Os dados analisados referem-se às remunerações dos executivos e aos indicadores econômico-financeiros dessas instituições divulgados entre 2010 e 2013 e coletados no Item 13 – Remuneração dos Administradores dos Formulários de Referência disponíveis no site da BM&FBovespa e no Economática®, respectivamente. Na análise dos dados foi utilizado um modelo adaptado de Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012) e Ventura (2013), cuja equação encontra-se a seguir.

$$REMUN_{it} = \beta_0 + \beta_1 ALAV_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LUCROACAO_{it} + \beta_5 ATIVO_{it} + \beta_6 GC_{it} + e \quad (\text{Eq. 01})$$

A variável dependente $REMUN_{it}$ refere-se à remuneração total dos executivos, da empresa no período t , obtida pela soma das remunerações fixas e variáveis. A variável $ALAV_{it}$ é uma variável de controle referente à alavancagem financeira da empresa i no período t . As variáveis ROE_{it} , ROA_{it} e $LUCROACAO_{it}$ são *proxies* para o desempenho da empresa i no período t . A variável $ATIVO_{it}$, por sua vez, é uma *proxy* para o tamanho da empresa i no período t . Já a variável GC_{it} é uma variável *dummy* relacionada ao nível de governança da empresa i no período t , que assume o valor de 0 para as companhias listadas no Novo Mercado, e o valor 1 para as companhias listadas no Nível 1 e no Nível 2 da BM&FBovespa.

A priori, a análise econométrica foi feita sem a exclusão dos *outliers*. Inicialmente, foram realizados testes auxiliares para verificar se os resíduos dos dados eram afetados por problemas relacionados à heterocedasticidade e multicolinearidade. No Quadro 1 estão resumidas as descrições das variáveis empregadas na Equação 1.

Quadro 1 – Descrição das variáveis que compõem os modelos utilizados na pesquisa

CÓDIGO	SINAL ESPERADO	DESCRIÇÃO	FÓRMULA	FONTE CONCEITUAL
REMUN _{it}	?	Remuneração total da diretoria executiva	Remuneração fixa + remuneração variável (BM&FBovespa)	Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012); Ventura (2013); Beuren, Silva e Mazzioni (2014)
ALAV _{it}	+/-	Alavancagem financeira	Dívida Financeira Total ÷ Ativo Total (Economática®)	Silveira <i>et al.</i> (2010)
ROE _{it}	+	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Lucro Líquido ÷ Patrimônio Líquido (Economática®)	Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012); Ventura (2013)
ROA _{it}	+	Retorno sobre o Ativo (<i>Return on Assets</i>)	Lucro Líquido ÷ Ativo Total (Economática®)	Ventura (2013); Beuren, Silva e Mazzioni (2014)
LUCROACAO _{it}	+	Lucro por Ação	Lucro Líquido ÷ Número de Ações (Economática®)	Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012); Ventura (2013); Beuren, Silva e Mazzioni (2014)
ATIVO _{it}	+	Ativo	Logaritmo do Ativo Total (Economática®)	Silveira <i>et al.</i> (2010); Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012); Ventura (2013)
CG _{it}	+	Adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 0 para empresas listadas no Novo Mercado, e 1 para empresas listadas no Nível 1 e no Nível 2 (BM&FBovespa)	Silveira <i>et al.</i> (2010); Catapan e Colauto (2014)

Fonte: Adaptado de Silveira (2004), Gonzaga, Yoshinaga e Eid Junior (2012); Ventura (2013); Beuren, Silva e Mazzioni (2014); Catapan e Colauto (2014).

O tratamento dos dados foi realizado por meio da técnica de análise de dados em painel, cujo modelo foi determinado a partir dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman (BAUM, 2006). Os resultados e suas possíveis implicações são apresentados na seção a seguir.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Caracterização da Amostra

Foram analisados os dados referentes às companhias abertas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. Entretanto, foram excluídas da análise as empresas financeiras e aquelas que não continham dados referentes ao período analisado. Conforme demonstrado na Tabela 1, aproximadamente 25% dessas entidades enquadraram-se em 'outros' setores de atuação, ao passo que 11% são do setor de energia elétrica, 10,50% do setor de construção e 7% do setor de transporte. Os demais setores são representados por 47% das companhias analisadas, mas cada um deles é composto por menos de 10 organizações.

Tabela 1 – Setores de Atividade das Companhias da Amostra

Setor	Número de Empresas	Freq. Percentual	Freq. Acumulada
Agro e Pesca	03	2,098	2,098
Alimentos e Bebidas	07	4,895	6,993
Comércio	08	5,594	12,587
Construção	15	1,049	23,077
Eletroeletrônicos	02	1,399	24,476
Energia Elétrica	16	1,119	35,664
Finanças e Seguros	04	2,797	38,462
Máquinas Industriais	03	2,098	40,559
Mineração	04	2,797	43,357
Minerais não Metalúrgicas	02	1,399	44,755
Outros	35	2,448	69,231
Papel e Celulose	03	2,098	71,329

Setor	Número de Empresas	Freq. Percentual	Freq. Acumulada
Petróleo e Gás	03	2,098	73,427
Química	03	2,098	75,524
Siderurgia & Metalurgia	08	5,594	81,119
Software e Dados	02	1,399	82,517
Telecomunicações	02	1,399	83,916
Têxtil	06	4,196	88,112
Transporte Serviços	10	6,993	95,105
Veículos e peças	07	4,895	100
Total	143	100%	

Fonte: Elaborada pelos autores (2015).

Com relação ao enquadramento nos níveis de governança corporativa, 22 empresas (15,38%) são listadas no Nível 1, ao passo que 13 (9,09%), no Nível 2. Além disso, outras 108 empresas (75,52%) são listadas no Novo Mercado. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados da análise descritiva referentes às variáveis dessas companhias.

Tabela 2 – Análise Descritiva das Variáveis Analisadas

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
$REMUN_{it}$	2.109.983,00	3.357.137,00	30.600,00	52.200.000,00
$ALAV_{it}$	0,63	1,68	0,00	21,01
ROE_{it}	0,26	3,45	-2,06	80,86
ROA_{it}	-0,53	13,35	-314,76	0,86
$LUCRO/ACAO_{it}$	0,67	1,94	-13,63	9,39
$ATIVO_{it}$	11.700.000,00	32.800.000,00	93,00	364.000.000,00

Fonte: Elaborada pelos autores (2015).

4.2 Análise Quantitativa por meio de *Panel Data*

Por meio de testes relacionados à heterocedasticidade e à homocedasticidade, constatou-se que os resíduos eram afetados por esses problemas. Dessa forma, procedeu-se à análise com erros-padrão robustos. Para determinar o modelo de painel mais adequado, realizaram-se os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, cujos resultados apontaram o modelo de dados em painel com efeitos fixos como o mais adequado. Entretanto, ressalta-se que, para fins de comparação, a análise foi realizada, também, por meio dos demais modelos (*pooled*s e efeitos aleatórios), conforme os resultados apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Análise dos Dados em Painel

Variáveis	Pooled		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
$ALAV_{it}$	0,030*	1,88	0,034	1,20	0,021	1,15
ROE_{it}	0,176**	2,13	0,111	0,80	0,108	0,86
ROA_{it}	-0,088	-0,63	0,023	0,06	-0,067	-0,23
$LUCROACAO_{it}$	-0,012	-0,77	-0,021	-1,09	-0,015	-0,85
$ATIVO_{it}$	0,393***	9,65	0,610***	5,11	0,499***	6,63
GC_{it}	0,002	0,02	0,783*	1,88	0,335	1,33
Constante	7,843***	12,35	4,351**	2,32	6,169***	5,18
n (obs.)	563		563		563	
R ² Ajustado	0,185		0,310		0,154	
F	17,810***		7,903***		54,353***	

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores (2015).

Observa-se, pelos resultados da Tabela 3, que todos os tipos de painéis testados são significativos ao nível de 1% (F). No entanto, a análise foi realizada sem a exclusão dos *outliers*. Dessa forma, para verificar se exerceram influência sobre esses resultados, procedeu-se a uma nova análise, com a exclusão dos *outliers*. Igualmente à análise anterior, foram feitos testes auxiliares para verificar se os resíduos eram afetados por problemas de heterocedasticidade e multicolinearidade. Após estes testes, constatou-se que não eram afetados por esses problemas. Em seguida, procedeu-se à verificação do tipo de painel mais adequado para a análise dos dados.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 4, tem-se que o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios foi o que demonstrou ser mais adequado nesta etapa. Cabe ressaltar que, com a nova análise, sem os *outliers*, o número de entidades caiu, resultando, conseqüentemente, em menor número de observações.

Tabela 4 – Definição da Modelagem Utilizada

Testes	Coefficiente	Probabilidade	Resultado do Teste	Modelo Utilizado
Chow	6,96	0,0000	Efeitos Fixos	
Breusch-Pagan	249,43	0,0000	Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios
Hausman	9,57	0,1440	Efeitos Aleatórios	

Fonte: Elaborada pelos autores (2015).

Embora o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios tenha demonstrando ser mais adequado, apresentaram-se, também, os demais modelos (*pools* e efeitos fixos), para fins de comparação, conforme os valores constantes na Tabela 5.

Tabela 5 – Análise dos Dados em Painel após a Exclusão dos Outliers

Variáveis	Pooled		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
ALAVit	0,027	1,04	0,018	0,78	0,016	0,72
ROE _{it}	0,185	1,62	0,282***	2,66	0,268***	2,75
ROA _{it}	0,218	0,76	0,331	1,44	0,323	1,47
LUCROACAO _{it}	-0,048*	-1,85	-0,011	-0,48	-0,021	-1,02
ATIVO _{it}	0,348***	9,98	0,445***	8,47	0,407***	10,04
GC _{it}	0,129	1,23	0,455***	2,90	0,259**	2,13
Constante	8,604***	16,20	7,005***	8,73	7,639***	12,29
n (obs.)	544		544		544	
R ² Ajustado	0,173		0,200		0,179	
F	18,726***		16,431***		122,561***	

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores (2015).

Com sustentação nos resultados registrados na Tabela 5, observa-se que todos os tipos de painéis testados são significativos ao nível de 1% (F). Comparando os dados da Tabela 3 e da Tabela 5, percebe-se não haver diferenças quanto à significância dos painéis testados, haja vista que todos eles apresentaram-se significativos. Todavia, os resultados da análise por efeitos aleatórios (Tabela 5) reportam a maior número de variáveis estatisticamente significativas, quando comparados aos resultados da análise por efeitos fixos (Tabela 3). Cabe ressaltar que no modelo com *outliers* (Tabela 3) os resíduos dos dados analisados eram heterocedásticos. Dessa forma, a análise foi realizada com base nos erros-padrão robustos.

Tomando-se por base os resultados da análise após a exclusão dos *outliers*, especificamente aqueles obtidos por efeitos aleatórios, nota-se que as variáveis ROE_{it} e ATIVO_{it} demonstram-se estatisticamente significativas ao nível de 1%, ao passo que a variável GC_{it} apresentou-se igualmente significativa ao nível de 5%. Esses resultados demonstram que o aumento de uma unidade no índice ROE tende a provocar um acréscimo de R\$ 0,268 na remuneração dos executivos dessas empresas, ao passo que a adição de uma unidade no Ativo Total resultará em um aumento de 0,407 nessa remuneração, o que é coerente com as percepções de Rosseti e Andrade (2012) e Beuren, Silva e Mazzioni (2014), para os quais a remuneração executiva está vinculada ao desempenho organizacional.

O acréscimo de uma unidade no nível de governança dessas empresas tende a resultar em um aumento médio de

R\$ 0,259 na remuneração dos executivos dessas empresas. Esse resultado corrobora a visão de Jensen, Murphy e Wruck (2004) e Funchal e Terra (2006), para os quais há uma relação direta entre a remuneração executiva e a governança corporativa. Desse modo, percebe-se que a remuneração dos executivos está estatisticamente relacionada ao desempenho das companhias analisadas quanto ao ROE, ao aumento do Ativo Total e aos níveis de governança corporativa, nos quais estão classificadas. Com base nesses resultados, pode-se inferir que os executivos tendem a demandar esforços para melhorar a *performance* econômico-financeira das companhias sob sua gestão, de modo a associar seus rendimentos aos resultados auferidos em determinado período.

No entanto, as demais variáveis analisadas não se apresentaram estatisticamente significativas, demonstrando que não têm relação com a remuneração dos executivos das empresas da amostra, o que é, em parte, contrário à ideia de Bushman e Smith (2001), segundo os quais o retorno das ações é importante para determinar a remuneração executiva. Embora os resultados apresentados não permitam identificar o fator determinante dessa dissociação, pode-se inferir, por analogia, que talvez a remuneração dos executivos não esteja associada ao desempenho dessas variáveis (ROA, alavancagem e lucro por ação).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa e classificadas nos níveis de Governança Corporativa, quais sejam: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, buscando verificar quais fatores têm influência nessa remuneração. Foram analisados os dados referentes à remuneração percebida pelos executivos de 143 empresas, entre 2010 e 2013. Essa remuneração foi relacionada com algumas medidas contábeis e de desempenho econômico-financeiro dessas empresas, como a alavancagem financeira, o ROA, o ROE, o Ativo Total, o lucro por ação e a aderência aos níveis de governança corporativa.

A análise dos dados em painel com efeitos aleatórios, após a exclusão dos *outliers*, demonstrou que há uma relação positiva e estatisticamente significativa da remuneração dos executivos com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), com o Ativo Total e com o Nível de Governança da BM&FBovespa em que essas companhias estão listadas, cujos resultados correspondem às concepções de autores como Beuren, Silva e Mazzioni (2014). Estes resultados evidenciam que os executivos tendem a demandar esforços na busca de melhorias na *performance* econômico-financeira das companhias sob sua gestão, de modo a maximizar seus próprios rendimentos financeiros, principalmente a remuneração variável, que podem estar associados aos resultados auferidos em certo período.

Em outro norte, as variáveis referentes à alavancagem financeira, ao retorno sobre o ativo (ROA) e ao lucro por ação apresentaram-se não significativas, ou seja, sem relação estatística com a remuneração dos executivos, contrariando a premissa defendida por Bushman e Smith (2001) de que o retorno das ações é importante para determinar a remuneração executiva. Uma possível explicação para estes resultados pode ser o fato de que a remuneração dos executivos não esteja associada ao desempenho das referidas variáveis. Desse modo, diante da falta de benefícios financeiros para recompensar uma melhora desses indicadores, os executivos poderiam estar deixando de imprimir esforços suficientes para maximizar esses resultados, o que pode evidenciar a existência de conflito de agência.

Com esses resultados, busca-se evidenciar os fatores que têm influência sobre a relação entre os sistemas de incentivo aos gestores e o desempenho econômico-financeiro das companhias abertas brasileiras, especialmente aquelas listadas nos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa. No entanto, não foi possível estabelecer relações de causa e efeito, de modo a demonstrar os reais fundamentos dessa associação e/ou dissociação, permitindo, somente, apontar os fatores que influenciam ou não na remuneração desses executivos.

No desenvolvimento deste trabalho foram observadas algumas limitações, como o período analisado e a quantidade de variáveis utilizadas. Assim, como sugestões para estudos futuros, recomenda-se a inclusão de outras variáveis não compreendidas nesta pesquisa, como os demais tipos de incentivos (fixos e variáveis, pecuniários ou não) ofertados aos executivos, e uma comparação da remuneração executiva entre empresas que aderiram às boas práticas de governança corporativa e aquelas que não o fizeram.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GONZAGA, R. P. Associação entre sistemas de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1, pp. 40-54, jan./fev. 2012.
- BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and incentive: practice vs. theory. *Journal of Finance*, v. 63, n. 3, pp. 593-616, jul. 1988.
- BALSAM, S.; FERNANDO, G. D.; TRIPATHY, A. The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of Business Research*, v. 64, pp. 187-193, 2011.
- BAUM, C. F. *An introduction to modern econometrics using Stata*. Texas: Stata Press, 2006.
- BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 13, n. 2, pp. 8-25, abr./jun. 2014.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1-3, pp. 237-333, dez. 2001.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, v. 59, n. 3, pp. 137-164, jul./set. 2014.
- CONYON, M. J.; GREGG, P.; MACHIN, S. Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. *The Economic Jour-*

nal, v. 105, n. 430, pp. 704-714, maio 1995.

COSTA, G. S. *A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil*. 156 f. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração), Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. *Revista Universo Contábil*, v. 5, n. 3, pp. 6-23, jul./set. 2009.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. *Métodos Quantitativos com Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista e Revista*, v. 26, n. 2, pp. 41-64, maio/ago. 2015.

FRAGA J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *Brazilian Business Review*, Ed. Especial, pp. 58-80, 2012.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30. *Anais...* Salvador: ANPAD, set. 2006.

GÓMEZ-MEJIA, L. R.; WELBOURNE, T. M. Compensation strategy: an overview and future steps. *Human Resource Planning*, v. 11, n. 3, 1988.

GONZAGA, R. P.; YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. Sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36. *Anais...*, Rio de Janeiro: ANPAD, set. 2012.

HIPÓLITO, J. A. M.; DUTRA, J. S. *Remuneração e Recompensas*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Strategic management: competitiveness and globalization*. Cengage Learning: Canada, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas*. 2009. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, out. 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, pp. 225-264, abr. 1990.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. G. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. *Harvard NOM Working Paper*, n. 04-28, Finance Working Paper n. 44, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=561305>>. Acesso em: 16 dez. 2014.

KATO, T.; KIM, W.; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 15, n. 1, pp. 36-55, 2007.

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 7, n. 3, p. 259-273, jul./set. 2013.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. *Corporate governance*. 3. ed. Oxford: Blackwell, 2004.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 7, n. 1-3, pp. 11-42, abr. 1985.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina*. USA: OCDE, 2003. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/latin_america_pt.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2014.

PUKTHUANATHONG, K.; TALMOR, E.; WALLACE, J. S. Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership and Control*, v. 1, n. 2, 2004.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; FILHO, M. B. Fatores condicionantes da liquidez das ações: efeitos dos níveis de governança, ADR e crise econômica. *Brazilian Business Review*, v. 11, n. 1, pp. 1-25, jan./mar. 2014.

SILVEIRA, A. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 250 f. 2004. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004.

VENTURA, A. F. A. *Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA*. 72 f. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB/UFPB/UFRN, João Pessoa, 2013.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten years perspective. *The Accounting Review*, v. 65, n. 1, pp. 131-156, 1990.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, pp. 239-261, 1979.

Nota: Os autores agradecem aos revisores da RMC, ao Editor Prof. Dr. Gilberto José Miranda e aos revisores e debatedores do XVIII SemeAd, pelas contribuições para a melhoria do artigo.