

**CCG274 - REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS, VALOR E DESEMPENHO DE
COMPANHIAS BRASILEIRAS****Autoria**

Juliana Ribeiro Souza

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Lua Syrma Zaniah Santos

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Valéria Gama Fully Bressan

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

AURELIANO ANGEL BRESSAN

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Resumo

Os planos de remuneração são vistos pela teoria da agência como uma ferramenta útil para minimizar os conflitos de interesse, que permeiam a relação entre o agente e o principal dentro do contexto organizacional. Nesse sentido, este estudo teve por objetivo investigar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas no Brasil, no período de 2010 a 2016. A amostra foi composta por 92 empresas, que integraram o índice IBRX 100 da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa), atual B3, no terceiro quadrimestre de 2017. Caracteriza-se como um estudo descritivo e quantitativo, pois empregou o modelo econométrico de dados em painel estimado pelo Método dos Momentos Generalizado Sistêmico (GMM Sistêmico) para analisar a relação entre a remuneração executiva, o valor e o desempenho das empresas. Os resultados evidenciaram que as remunerações fixa e variável dos executivos não apresentaram relação estaticamente significativa com as proxies de valor e desempenho das empresas. Assim, não é possível afirmar que as empresas que melhor remuneraram seus executivos apresentam maior valor e melhor desempenho organizacional. Salienta-se que estes resultados corroboram com os achados dos estudos anteriores que investigaram a relação entre a remuneração de executivos, o valor e o desempenho das empresas, que também encontraram ausência de relação estatisticamente significativa entre essas variáveis.

REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS, VALOR E DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

RESUMO

Os planos de remuneração são vistos pela teoria da agência como uma ferramenta útil para minimizar os conflitos de interesse, que permeiam a relação entre o agente e o principal dentro do contexto organizacional. Nesse sentido, este estudo teve por objetivo investigar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas no Brasil, no período de 2010 a 2016. A amostra foi composta por 92 empresas, que integraram o índice IBRX 100 da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa), atual B3, no terceiro quadrimestre de 2017. Caracteriza-se como um estudo descritivo e quantitativo, pois empregou o modelo econométrico de dados em painel estimado pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM Sistemático) para analisar a relação entre a remuneração executiva, o valor e o desempenho das empresas. Os resultados evidenciaram que as remunerações fixa e variável dos executivos não apresentaram relação estaticamente significativa com as *proxies* de valor e desempenho das empresas. Assim, não é possível afirmar que as empresas que melhor remuneram seus executivos apresentam maior valor e melhor desempenho organizacional. Salienta-se que estes resultados corroboram com os achados dos estudos anteriores que investigaram a relação entre a remuneração de executivos, o valor e o desempenho das empresas, que também encontraram ausência de relação estatisticamente significativa entre essas variáveis.

Palavras-chave: Remuneração de executivos; Desempenho organizacional; Valor da empresa.

1 INTRODUÇÃO

A pesquisa brasileira acerca da remuneração de executivos foi viabilizada quando passou a vigorar a Instrução Normativa nº 480, de 7 de setembro de 2009, estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que instituiu a evidenciação obrigatória, no Formulário de Referência, dos valores correspondentes a remuneração de executivos das companhias abertas (Machado & Beuren, 2015).

Os planos de remuneração são vistos pela Teoria da Agência como uma ferramenta útil para minimizar os conflitos de interesse, que permeiam a relação entre os agentes e o principal dentro do contexto organizacional, constituindo-se assim, como mecanismos de “alinhamento de interesses” entre as partes da organização. Nesse sentido, não há uma teoria que explique a composição dos esquemas de remuneração dos gestores, sendo necessário que cada organização busque seus próprios parâmetros, visando obter esquemas que atendam melhor às suas perspectivas, sendo que o contrato de gerenciamento considerado eficiente é aquele que motiva o gerente a maximizar o valor da empresa (Lambert, Larker, & Weigelt, 1993; Watts & Zimmerman, 1986; Silva, Silva & Santos, 2017).

Conceitualmente, a política de remuneração refere-se ao conjunto de instrumentos que constituem a contrapartida da contribuição prestada pelos empregados ao resultado do negócio, incorporando, portanto, itens como os salários e os sistemas de incentivos, desdobrando-se tanto em aspectos financeiros quanto não financeiros, fixos e variáveis (Anthony & Govindarajan, 2006; Merchant & Van Der Stede, 2007; Krauter, 2009).

Silva e Chien (2013) salientam que uma possível explicação para uma relação positiva entre o valor da firma e a remuneração, decorre do fato de que as organizações que melhor remuneram seus agentes poderão atrair profissionais mais bem preparados e com maior experiência, o que possibilitaria um desempenho superior frente aos concorrentes. Neste

contexto, o mercado tenderia a precificar tal situação da empresa, o que contribuiria para uma maximização do valor da firma.

De forma adicional, os estudos empíricos que relacionam remuneração executiva e desempenho não apresentam conclusões convergentes. Camargos e Helal (2007) consideram que a maioria dos estudos sobre a remuneração de executivos e o desempenho das organizações foi realizada em países desenvolvidos, com boa parte concluindo pela inexistência ou apenas uma fraca relação entre a remuneração e o desempenho financeiro, sinalizando o latente conflito de agência. Em contrapartida, Silva e Chien (2013) salientam que a maioria dos estudos sugere que companhias que melhor remuneram seus executivos apresentam valor e desempenho superiores.

Neste cenário, este estudo justifica-se tanto pela relevância do tema, que alcança desde o interesse acadêmico acerca do mesmo, até os atores diversos nos contextos organizacionais, quanto pelo fato de almejar suprir uma lacuna no horizonte temporal, ao analisar as relações entre remuneração, valor da empresa e desempenho, a partir dos achados de Silva e Chien (2013), que consideraram em suas análises o período de 2002 a 2009. Os referidos autores destacam que o tema da remuneração executiva é de interesse dos acionistas, os quais almejam o emprego correto do seu capital objetivando maximizar o retorno sobre o investimento.

Ademais, esta análise difere-se da ampla maioria dos estudos nacionais relacionados à temática, uma vez que incorpora em suas análises o valor da empresa, além da análise do desempenho, considerando variáveis diferenciadas como *proxies* de investigação, em relação à maioria das pesquisas relativas à remuneração e desempenho. Concomitantemente, utilizar-se-á a metodologia de dados em painel, o que também confere um ponto de distinção deste estudo, possibilitando a mitigação de possíveis fontes de endogeneidade, do efeito *feedback* e do viés de simultaneidade. Desta forma, este estudo subsidiará reflexões no sentido de possibilitar a verificação empírica dos benefícios ou do potencial para tal, das políticas de remuneração empresariais, ou até mesmo, refutar tal hipótese.

Nesta perspectiva, esta pesquisa pretende responder à seguinte questão: A remuneração dos executivos brasileiros afeta o valor de companhias abertas, bem como o seu desempenho? Tem-se então por objetivo investigar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas no Brasil, abarcando informações referentes ao período compreendido entre os anos de 2010 a 2016.

Este trabalho está organizado da seguinte maneira: após esta contextualização e introdução do assunto, é apresentada a revisão de literatura na seção 2, que resume os principais pontos relativos à teoria da agência, políticas de remuneração e governança corporativa, bem como a relação entre remuneração e desempenho, culminando com os principais estudos anteriores relacionados à discussão desta pesquisa. A seção 3 apresenta a metodologia utilizada e, posteriormente, a seção 4 discute os principais resultados encontrados. Finalmente, a seção 5 apresenta as conclusões deste estudo.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Teoria da Agência, Políticas de Remuneração e Governança Corporativa

Segundo Jensen e Meckling (1976) o conflito de agência decorre da relação estabelecida por meio de um contrato em que uma pessoa (o principal) emprega uma outra (o agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão. Porém, esta relação de agência pode provocar divergências, de modo que o agente tome decisões que são diferentes dos interesses do principal, a fim de maximizar suas utilidades de forma individual.

O problema entre o principal e o agente também pode derivar da existência de assimetria de informações, que consiste na disposição ao agente de informações integrais

sobre as diversas atividades da organização, restringindo parte dessa informação ao principal (Machado, 2012). Desta forma, os agentes, enquanto gestores, podem tomar decisões que se alinhem melhor aos seus próprios interesses e que não impliquem necessariamente na maximização dos interesses do principal.

Conforme Beuren, Silva e Mazzioni (2014), a forma como os executivos administram o negócio impacta o desempenho organizacional, de modo que esse desempenho se relaciona com a motivação de todos para realizarem as diversas atividades que envolvem a manutenção de uma organização. Nesse sentido, Murphy (1999) propôs, a fim de alinhar o interesse dos executivos com os proprietários das organizações, alguns mecanismos para minimizar os custos de agência, como o estabelecimento de contratos remuneratórios entre as duas partes. Esses contratos atrelariam a remuneração dos gestores ao desempenho organizacional, de modo que estes agiriam de modo a maximizar o resultado da organização e consequentemente o seu retorno.

Desta forma, na medida em que a remuneração de dirigentes é capaz de produzir o alinhamento de interesses entre os administradores e acionista, ela constitui um mecanismo essencial de governança corporativa, e, por consequência, permite reduzir os custos de agência (Correia, Amaral & Louvet, 2014).

Para Tavares Filho e Macêdo (2008) a governança corporativa pode ser entendida como um sistema de relações que se estabelece em uma organização entre as pessoas que a compõem, desde os proprietários, administradores até os demais *stakeholders*, por meio do qual objetiva-se melhorar a gestão da organização e aumentar o seu valor. Benini, Bianchi, Machado e Menezes (2017) enunciam que uma das pretensões da governança, por meio do estabelecimento de melhores práticas de gestão, é contribuir para o bom funcionamento das organizações, de modo que as decisões sejam tomadas a fim de melhorar o desempenho organizacional, atenuando os conflitos e diferenças que surgem com o desenvolvimento das atividades gerenciais.

2.2 Remuneração de Executivos e Desempenho

A utilização da remuneração de executivos como ferramenta de governança corporativa vem alcançando proporções mundiais nas últimas décadas (Benini *et al.*, 2017). No entanto, os escândalos contábeis envolvendo empresas como Enron e Worldcom no início dos anos 2000 e as crises financeiras desencadeadas a partir do ano 2002, chamaram atenção dos meios de comunicação sobre o tema, relatando falhas nesse tipo de estrutura de governança corporativa (Krauter, 2013).

Segundo Camargos e Helal (2007) e Ventura (2013), esses acontecimentos levaram a discussões sobre a remuneração executiva, devido à observância do contraste entre os ganhos elevados dos gestores das empresas e os problemas financeiros enfrentados por elas. Nesse sentido, as autoridades americanas esforçaram-se para aumentar a transparência das empresas, desenvolvendo novos mecanismos de governança corporativa e definindo de forma clara responsabilidades da alta administração das organizações (Silva & Chien, 2013).

No Brasil, por meio da Instrução Normativa nº480, de 7 de setembro de 2009, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com o objetivo de aumentar a transparência tornou obrigatório para empresas de capital aberto a divulgação do Formulário de Referência, em que deve constar entre outras informações, aquelas referentes a remuneração dos principais executivos da organização, tornando, dessa forma, a prática de remuneração mais clara e acessível (Camargos & Helal, 2007; Silva & Chien, 2013; Benini *et al.*, 2017).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015 p. 54), enuncia que “a remuneração apropriada favorece o alinhamento de objetivos e evita conflito de interesses”. Desta forma o IBGC estabelece que é preciso observar as condições de mercado, as

qualificações dos conselheiros, o valor que eles agregam à organização e os riscos da atividade para se determinar adequadamente o valor de suas remunerações.

Nesse contexto, Watts e Zimmerman (1990), afirmam que quando o principal não consegue monitorar o agente surge a necessidade de incentivos em forma de remunerações variáveis. Os autores ainda destacam que esses incentivos são construídos por meio de contratos e necessitam de monitoramento, e que esse papel pode ser realizado pela Contabilidade. Segundo Correia, Amaral e Louvet (2014), esses contratos de incentivos podem ter várias modalidades, tais como: participação acionária dos dirigentes na companhia; programas de opções de compra de ações da firma; remuneração em dinheiro ou variação da remuneração em dinheiro, incluindo comissões, bônus; e planos de participação dos administradores nos lucros da companhia.

Lins e Malvessi (2015) destacam em seu estudo que houve uma evolução das políticas e práticas de remuneração das empresas brasileiras em comparação com modelos de países com mercados de capitais mais maduros. Dentre as mudanças salientam a incorporação de componentes fixos (remuneração e benefícios), a grande importância da remuneração variável de curto prazo, o uso de indicadores de desempenho que priorizam a lucratividade, e adoção de regras similares a força de trabalho (demais trabalhadores) para concessão de benefícios e reajustes de remuneração da administração.

Ademais, a remuneração normalmente é caracterizada como fixa ou variável. De acordo com Ventura (2013), a remuneração fixa corresponde ao valor definido previamente no contrato de trabalho, a título de salário-base, ou seja, não se vincula a nenhum desempenho a ser alcançado pela organização. De modo suplementar, a remuneração variável relaciona-se com resultados da organização. A soma desses dois tipos de remuneração caracteriza a chamada remuneração total.

De modo geral, a gestão da remuneração se divide em tradicional, cuja referência é o cargo, estando centrada nos planos de cargos e salários, e em estratégica, pela qual se reconhece a contribuição de cada indivíduo como o fator a ser remunerado, principalmente por meio de remuneração variável (Rodrigues, 2006). Além disso, como destacado por Beuren, Silva e Mazzoni (2014), a remuneração dos executivos necessita considerar o contexto organizacional, a estrutura, o estilo gerencial, a visão do futuro. Para tanto, ela deve ser criada com o intuito de promover o alcance dos resultados organizacionais desejados.

Posto isto, a remuneração variável pode contribuir para a realização de um melhor alinhamento entre as estratégias do modelo de remuneração e o objetivo de geração de valor para a organização no longo prazo, uma vez que ela é o principal mecanismo pelo qual pode-se vincular remuneração ao desempenho dos executivos (Lins & Malvessi, 2015).

Fernandes e Mazzioni (2015) afirmam que o desempenho de uma organização pode sofrer influências de diferentes fatores do ambiente interno e externo. No ambiente externo encontram-se planos governamentais, pressões regulatórias, volatilidade política ou econômica, nível de concorrência, entre outros. Já no ambiente interno tem-se a estrutura de governança, a política de remuneração, capacidade de inovação e o sistema de controle gerencial. Todos esses fatores de certo modo podem afetar o desempenho organizacional.

Geralmente ao adotarem medidas de desempenho para determinar a remuneração de seus executivos, as organizações têm preferência por índices vinculados à lucratividade como o EBITDA. No entanto, deve-se atentar para fato de que essas medidas possuem vantagens e desvantagens, como no caso do próprio EBITDA, que é simples e rápido de calcular, mas não considera o custo de capital investido. Por isso, indicadores como este sempre devem ser utilizados em conjunto com outros indicadores e parâmetros, como medidas não financeiras (Lins & Malvessi, 2015).

Por fim, Macedo, Souza e Oliveira (2004), enfatizam que a mensuração do desempenho no contexto organizacional contemporâneo, tem se constituído em um processo

de gestão permanente e repetitivo. Desta maneira, os sistemas de mensuração de desempenho podem ser empregados para monitoramento das atividades organizacionais, bem como das ações dos gestores da organização, de modo a acompanhá-los e verificar se estão agindo conforme os interesses dos proprietários.

2.3 Estudos anteriores

A relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das organizações, segundo Krauter (2013), tem sido investigada por diversas pesquisas. Segundo a autora, inicialmente elas foram desenvolvidas principalmente nos Estados Unidos, onde as informações sobre a remuneração já estavam disponíveis, e, vem ganhando destaque nos últimos anos. Em 1998, Barkema e Gómez-Mejia (1998) já salientavam a importância do desenvolvimento de estudos em outros contextos, diferentes do norte-americano, para melhor compreensão deste assunto. Desta forma, este tópico apresenta algumas pesquisas que foram desenvolvidas em âmbitos internacional e nacional, a respeito deste relacionamento entre remuneração de executivos e o desempenho organizacional.

Attaway (2000) examinou a relação entre o desempenho da organização e a remuneração do CEO em uma amostra de 42 grandes companhias, no período de 1992 a 1996. Os resultados das análises de correlação e de regressão mostraram que existia uma relação fraca, mas positiva, entre o desempenho da empresa e a remuneração do CEO. Já Ozkan (2007) examinou a mesma relação que Attaway, porém empregando um conjunto de dados em painel de 390 empresas não financeiras do Reino Unido, no período de 1999 a 2005. Ademais, Ozkan considerou como remuneração: salário, bônus, opções de ações e planos de incentivo de longo prazo. Já o desempenho foi medido pelo ROA e o retorno das ações. Os resultados empíricos indicaram uma relação positiva e significativa entre o desempenho da empresa e o nível de remuneração dado pela soma do salário e do bônus, enquanto a relação é positiva, mas não significativa para a remuneração total.

Camargos, Helal (2007) realizaram uma análise das variáveis de desempenho financeiro e de governança corporativa que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que detinham *American Depositary Receipts* (ADRs) listados em bolsas norte-americanas. Por meio da análise de uma amostra de 29 empresas brasileiras no ano fiscal de 2005, concluíram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração, o desempenho financeiro e variáveis ligadas ao conselho de administração de empresas brasileiras.

Krauter (2012), por sua vez, investigou a hipótese de que uma empresa pode utilizar seu sistema de pagamento para direcionar os esforços dos executivos em direção aos seus objetivos comerciais estratégicos e, assim, contribuir para níveis mais altos de desempenho financeiro corporativo. A amostra foi composta por 79 empresas brasileiras, no ano de 2008. Para operacionalizar a variável de remuneração independente, a autora usou salário mensal, salário variável e três índices - benefícios, carreira e desenvolvimento. Os resultados da análise de regressão múltipla não suportaram a hipótese de que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, medido pelo ROA, ROE e crescimento das vendas.

Ventura (2013) analisou os dados de 112 empresas no período de 2009 a 2011, por meio da técnica de dados em painel balanceado. Utilizando como variável dependente a remuneração total média (em logaritmo), o resultado demonstrou que a variável explicativa “ativo”, a qual tem a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva, corroborando com a literatura internacional. No que tange às medidas de desempenho o valor por ação e o ROE foram determinantes na remuneração executiva. Quanto à análise da remuneração em relação aos níveis diferenciados de Governança Corporativa não houve uma grande divergência de resultados, concluindo que o pagamento da

remuneração executiva independe do nível de Governança Corporativa a que a empresa está inserida.

Silva e Chien (2013) empregaram modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemico, para analisar 420 companhias abertas brasileiras no período de 2002 a 2009. Os resultados indicaram que não existe uma relação significativa entre remuneração executiva e valor da empresa (*price-to-book* e Q de Tobin), ou seja, empresas que pagam mais a seus executivos não possuem maior valor de mercado. Além disso, não encontram evidência significativa que empresas que mais remuneraram seus executivos apresentam melhor desempenho operacional (ROA e crescimento de vendas).

Finalmente, Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a existência de correlação entre as medidas de desempenho em empresas financeiras brasileiras de capital aberto e a remuneração dos seus executivos, no período de 2009 a 2011. Amostra de 41 empresas para a Diretoria Executiva, 38 empresas para o Conselho de Administração e 22 empresas para o Conselho Fiscal. Utilizaram o ROA, ROE, lucro por ação e os dividendos por ação como indicadores de desempenho contábil; e o retorno acionário, o índice de valor de mercado e o Q de Tobin como indicadores de mercado. As análises das correlações canônicas apontaram resultados mistos, que não permitem uma indicação consistente sobre a existência de correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das empresas investigadas. Contudo, as amostras envolvendo empresas que utilizam a remuneração variável tendem a apresentar correlações positivamente significativas com as variáveis de desempenho utilizadas.

Assim, observa-se que as pesquisas que relacionam o desempenho das organizações com a remuneração paga aos executivos apresentam resultados controversos. Desta forma, o tema precisa ser aprofundado tanto para desenvolver a literatura nacional, como para que se possa identificar o cenário que de fato figura no Brasil, no que se refere a esse tipo de relação.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da Pesquisa, da Amostra e dos Dados

O presente estudo caracteriza-se, quanto aos objetivos e conforme as classificações de Beuren (2008), como descritivo, pois descreve como a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas brasileiras. Quanto aos procedimentos, caracteriza-se como quantitativo devido ao emprego de técnicas estatísticas e modelos econométricos em dados em painel para análise dos dados e construção dos resultados.

A amostra foi composta por empresas que integraram o índice IBRX 100 da BM&F Bovespa, atual B3, no terceiro quadrimestre de 2017. O IBRX 100 é um índice de retorno total cujo objetivo “é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro” (BM&F Bovespa, 2017). Dado que neste período o índice apresentou quatro empresas com ações em duplicidade, devido a segregação em ordinárias e preferenciais, considerou-se apenas o número de empresas. Além disso, outras quatro empresas não apresentaram dados necessários para a pesquisa, desta forma a amostra final do estudo foi composta por 92 empresas. O período analisado correspondeu aos anos de 2010 a 2016.

Os dados contábil-financeiros (ativo total, patrimônio líquido, lucro líquido, valor de mercado, preço das ações, dividendos pagos e o lucro por ação) relativos ao cálculo das *proxies* de mensuração do desempenho e a determinação do valor da organização foram coletados por meio do *software* Economática ®. Já as informações relativas à remuneração dos executivos, considerados nessa pesquisa como os membros do conselho de administração (CA) e da diretoria estatutária (DE), foram coletadas nos Formulários de Referências anuais

de cada empresa, que conforme a IN n° 480/09 devem apresentar a remuneração desses executivos. Estes formulários foram acessados no site da BM&F Bovespa.

3.2 Descrição das Variáveis e Modelo

Dado que o objetivo do estudo consistiu em identificar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas no Brasil, utilizou-se duas variáveis para medir a remuneração: Remuneração Fixa (RF) total e Remuneração Variável (RV) total, assim consideradas conforme a classificação atribuída pelas próprias companhias no formulário de referência. Como *proxies* para o valor das companhias adotou-se os índices *Price-to-book* (PB) e o Retorno das Ações (RA). Já para medir o desempenho utilizou-se como *proxies* o Lucro por Ação (LPA), os Dividendos Pagos por Ação (DPA) e o Retorno sobre o Ativo (ROA). O cálculo desses e índices e determinação das demais variáveis foi realizado como demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis do estudo

Variável	Sigla	Cálculo	Explicação/interpretação	Autores
Remuneração Fixa	RF	\ln da remuneração fixa	\ln (logaritmo natural) da Remuneração fixa paga pelas companhias da amostra aos membros do CA e da DE.	Attaway (2000); Ozkan (2007), Fernandes e Mazzioni (2015).
Remuneração Variável	RV	\ln da remuneração variável	\ln (logaritmo natural) da Remuneração variável paga pelas companhias da amostra aos membros do CA e da DE.	Attaway (2000); Ozkan (2007).
<i>Price-to-book</i>	PB	Valor de Mercado / Patrimônio Líquido	Indica o quanto a cotação está acima do valor patrimonial da empresa. Medida de valor real criado.	Camargos e Helal (2007); Silva e Chien (2013); Fernandes e Mazzioni (2015).
Retorno das Ações	RA	(Preço da ação em t) / (Preço da ação em t-1)	Indicador da valorização das ações no mercado.	Camargos e Helal (2007); Silva e Chien (2013);
Lucro por Ação	LPA	Lucro líquido / n° de ações	Indicador do lucro líquido para cada ação da organização.	Funchal e Terra (2006); Camargos e Helal (2007); Fernandes e Mazzioni (2015).
Dividendos por Ação	DPA	Dividendos pagos / n° de ações	Indicador de dividendos pagos por ações	Funchal e Terra (2006); Camargos e Helal (2007); Fernandes e Mazzioni (2015).
Retorno sobre o Ativo	ROA	Lucro líquido / Ativo Total	Indicador do retorno gerado pelos ativos da organização.	Camargos e Helal (2007); Silva e Chien (2013); Fernandes e Mazzioni (2015).
Tamanho	TAM	\ln do ativo total	Variável de controle.	Silva & Chie (2013); Krauter (2013).
Alavancagem	AL	Dívida total líquida / ativo total	Variável de controle.	Silva & Chien (2013).
Estrutura de controle e propriedade	VOT	Percentual de capital votante do acionista controlador	Variável de controle.	Silva & Chien (2013).

Fonte: elaborado pelos autores.

Para avaliar se a remuneração de executivos afeta o valor e o desempenho das companhias estimou-se modelo de regressões em dados em painel, cuja análise considera n organizações em dois ou mais períodos de tempo. Esta técnica controla a heterogeneidade da

amostra, reduz a colinearidade entre as variáveis e é capaz de identificar e mensurar efeitos que não são detectados em análises de séries temporais e dados em corte transversal isoladamente (Duarte, Lamounier & Takamatsu, 2007). Essas regressões foram estimadas por meio do Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM Sistemático), que conforme Barros *et al.* (2010), é uma alternativa econométrica para eliminar ou mitigar problemas de endogeneidade entre as variáveis.

A endogeneidade pode decorrer da omissão de variáveis (indisponibilidade de dados), dos erros de mensuração das variáveis, do efeito feedback (os efeitos passados da variável dependente influenciam os valores atuais ou futuros das variáveis independentes) e simultaneidade ou causalidade reversa (quando na relação entre as variáveis investigadas qualquer uma delas pode ser considerada como variável dependente ou independente) (Wooldrige, 2002; Barros *et al.*, 2010).

Desta forma, como apontado pela literatura e evidenciado por Silva e Chien (2013) a direção da relação entre a remuneração dos executivos, valor e desempenho da empresa não é clara. Portanto, empregou-se o GMM Sistemático para estimação dos modelos, através do software estatístico Stata®. As variáveis independentes dos modelos foram os tipos de remuneração como apresentado no quadro 1. Já as variáveis dependentes foram as *proxies* para valor e desempenho das companhias também apresentadas no referido quadro. Além disso, foram incluídas as variáveis de controle: tamanho, alavancagem e estrutura de controle e propriedade conforme as características das empresas. Assim, os modelos foram estimados como apresentado nas equações 1, 2, 3, 4 e 5.

$$PB_{it} = \beta_0 + \beta_1 PB_{i,t-1} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 AL_{it} + \beta_6 VOT_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RA_{i,t-1} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 AL_{it} + \beta_6 VOT_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$LPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t-1} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 AL_{it} + \beta_6 VOT_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$DPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPA_{i,t-1} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 AL_{it} + \beta_6 VOT_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 PB_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 AL_{it} + \beta_6 VOT_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

PB_{it} é o *Price-to-book* da organização i no período t ;

$PB_{i,t-1}$ é o *Price-to-book* da organização i no período $t-1$;

RA_{it} é o retorno por ação da organização i no período t ;

$RA_{i,t-1}$ é o retorno da ação da organização i no período $t-1$;

LPA_{it} é o lucro por ação da organização i no período t ;

$LPA_{i,t-1}$ é o lucro por ação da organização i no período $t-1$;

DPA_{it} é o Dividendos por ação da organização i no período t ;

$DPA_{i,t-1}$ é o Dividendos por ação da organização i no período $t-1$;

ROA_{it} é o Retorno sobre o ativo da organização i no período t ;

$ROA_{i,t-1}$ é o Retorno sobre o ativo da organização i no período $t-1$;

REM_{it} é a remuneração fixa paga pela organização i no período t ; ou a remuneração variável paga pela organização i no período t conforme o modelo;

TAM_{it} é uma *proxy* do tamanho da organização utilizada como variável de controle, representada pelo logaritmo natural do ativo total; e

AL_{it} é uma *proxy* da alavancagem da organização utilizada como variável de controle, representada pela dívida total líquida ponderada pelo ativo total,;

VOT_{it} é uma *proxy* da estrutura de controle e propriedade da organização utilizada como variável de controle, representada pelo percentual de capital votante do acionista controlador;

c_i capta quaisquer características não observadas da organização i , que não variam entre os períodos; e

ε_{it} é o termo de erro da organização i no período t .

A validação dos resultados encontrados na estimação dos modelos pelo GMM Sistemático envolve a análise dos pressupostos de estacionariedade das séries, ausência de autocorrelação de segunda ordem, validade das variáveis instrumentais (a exogeneidade dos instrumentos), e a validade dos instrumentos a mais empregados pelo método GMM Sistemático em relação ao GMM em Diferenças. Destaca-se que foram realizados os testes de Raiz Unitária do tipo Fisher baseados nos testes de Phillips-Perron, de Autocorrelação de Aurellano-Bond, de Sargan e Hansen e Dif-Hansen que, respectivamente, avaliam a validade dos referidos pressupostos, por meio do software estatístico Stata®. Considerando um nível de significância de 5%, todos os pressupostos foram atendidos, validando estatisticamente os resultados encontrados em cada um dos modelos estimados e estão disponíveis sob solicitação.

Além disso, os modelos também foram estimados utilizando os métodos *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios, tradicionais na aplicação de dados em painel, para averiguação da presença de heterogeneidade não observada e de alguns problemas econométricos, tais como multicolinearidade e heterocedasticidade, que não podem ser verificados por meio do modelo GMM. Contudo, ressalta-se que dada a presença de endogenia em algumas variáveis, apenas os resultados do método GMM Sistemático foram evidenciados e analisados neste estudo.

Destaca-se, que anteriormente ao emprego dos modelos de dados em painel para analisar a relação da remuneração executiva com o valor e desempenho das empresas, utilizou-se o teste de Mann-Whitney para avaliar se existem diferenças estatísticas entre as características das empresas. Conforme Maroco (2010), a comparação de parâmetros populacionais (média, mediana variância) a partir de amostras aleatórias é uma das necessidades mais frequentes em análise estatística. Nesse sentido, o teste de Mann-Whitney pode ser utilizado para comparar as funções de distribuições de uma variável em duas amostras independentes e verificar se existem diferenças entre elas (Maroco, 2010).

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo. A remuneração fixa dos executivos das empresas do IBRX 100, em média, é de R\$ 15,86 milhões por ano, com um desvio de R\$ 1,02 milhões. Em relação aos rendimentos variáveis, os executivos brasileiros receberam em média R\$ 15,70 milhões por ano, com um desvio de R\$ 1,57 milhões anuais. Desta forma, observa-se que o valor das remunerações não sofreu grandes oscilações no período analisado. Contudo, cabe ressaltar que as empresas analisadas foram aquelas com maior representatividade e negociabilidade no mercado brasileiro, o que pode explicar os valores de desvios-padrão pouco expressivos para os dois tipos de remuneração.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo

	RF	RV	PB	RA	LPA	DPA	ROA	TAM	AL	VOT
Média	15,8560	15,704	2,8874	1,1516	1,0163	0,7421	0,0698	16,051	0,1056	34,3287
Erro padrão	0,0403	0,0635	0,3500	0,0238	0,1294	0,0371	0,0048	0,0604	0,0081	0,7661
Mediana	15,894	15,777	1,2352	1,0879	0,8651	0,4212	0,0637	15,837	0,1092	31,0485
Desvio padrão	1,0150	1,5694	8,8341	0,5797	3,2640	0,9371	0,1217	1,5234	0,1989	19,1680
Coefficiente de Variação	0,0640	0,0999	3,0595	0,5034	3,2116	1,2628	1,7440	0,0949	1,8839	0,5584

Fonte: elaborado pelos autores.

As *proxies* de valor evidenciaram que as empresas da amostra detêm, em média, um valor de mercado 2,89 vezes maior que o valor contábil, bem como uma valorização das ações de 15%. Porém, o PB apresenta um coeficiente de variação de 3,06, indicando maior

variabilidade entre as empresas, em comparação ao RA, cujo coeficiente foi de 0,50. No que diz respeito às medidas relativas ao desempenho, as empresas demonstram em média, um lucro por ação de R\$ 1,02 milhões e dividendos por ação de R\$ 0,74 milhões, além de um retorno sobre os ativos de 6,98%. Dentre estas, o LPA apresentou o maior desvio padrão (3,26) indicando também uma oscilação considerável entre as empresas da amostra.

Destaca-se que a estrutura de propriedade e controle (VOT), considerando a concentração acionária encontrada por Silva e Chien (2013) em seu estudo, sofreu uma dispersão ao longo dos anos e o maior acionista da amostra, detém em média 34,33% do capital votante da empresa. Esta variável foi a que apresentou maior variabilidade entre as empresas, com um desvio de 19,17%.

Com o intuito de verificar se existem diferenças entre as características analisadas neste estudo, as empresas foram divididas em quatro grupos levando-se em consideração o tipo de remuneração. Deste modo, com base na remuneração fixa, as 92 empresas foram segregadas entre as 46 que pagam maior remuneração fixa e as 46 que pagam menor remuneração fixa. Para remuneração variável, a separação se deu da mesma maneira. Antes da definição do teste para verificar se existem diferenças entre as empresas, realizou-se o teste de normalidade de Doornik e Hansen (D-H) a fim de avaliar se os dados das empresas seguem distribuição normal. O valor-p do teste D-H (0,000) evidenciou que os dados não seguem uma distribuição normal. Portanto, empregou-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney para avaliar se existem diferenças entre os grupos de empresas, cujos resultados encontram-se na tabela 3. Esse teste considera a mediana dos dados ao ser estimado, portanto as medianas das variáveis conforme os respectivos grupos de remuneração das empresas foram calculadas como demonstrado na tabela 2, para complementação das análises.

Tabela 2 – Medianas dos grupos de empresas com maiores e menores remunerações

Variáveis	REMUNERAÇÃO FIXA		REMUNERAÇÃO VARIÁVEL	
	Empresas com maior remuneração	Empresas com menor remuneração	Empresas com maior remuneração	Empresas com menor remuneração
RF	16,366	15,334		
RV			16,717	14,767
PB	1,481	1,155	1,507	1,070
RA	1,067	1,087	1,067	1,000
LPA	0,920	0,800	0,855	0,743
TAM	16,305	15,532	16,197	15,404
AL	0,115	0,089	0,087	0,066
VOT	28,648	36,586	25,543	38,627
DPA	0,571	0,472	0,423	0,420
ROA	0,053	0,075	0,055	0,072

Fonte: elaborado pelos autores.

Avaliando os resultados do teste de Mann-Whitney observa-se que existem diferenças estatisticamente significativas, a 5% de significância, entre os grupos de remuneração fixa para as variáveis PB, ROA, TAM, AL e VOT; Já entre os grupos remuneração variável, para as mesmas variáveis, exceto a AL. Desta forma, foi possível averiguar que as empresas que pagam maiores remunerações fixas para seus executivos, apresentam maior Price-to-book (mediana 1,48 versus 1,15), são empresas maiores (16,3 versus 15,5) e mais alavancadas (0,11 versus 0,08). Por outro lado, possuem menores retornos sobre o ativo (0,053 versus 0,075) e concentração acionária (28,64 versus 36,58). Já no que se refere à remuneração variável, as empresas que melhor remuneram seus executivos sob esta forma, são maiores e possuem maior valor de mercado (PB) (1,5 versus 1,07), entretanto, detém menor retorno sobre o ativo (0,05 versus 0,07) e menor concentração acionária (25,54 versus 38,62).

Assim, no diz respeito ao valor de mercado, o teste de Mann-Whitney apresenta indicações de que as empresas que melhor remuneram seus executivos possuem maior valor de mercado. De modo contrário, as que melhor remuneram os executivos, apresentam menor desempenho organizacional. Estes resultados revelam indícios do comportamento das variáveis de remuneração em relação ao valor e ao desempenho das empresas, porém, como verificado, as empresas que melhor remuneram são maiores e detêm menor concentração acionária, e isto não é considerado pelo referido teste de diferenças de medianas, como ocorrem nos modelos de regressão, em que se pode incluir o tamanho e a concentração acionária como variáveis de controle.

Tabela 3 – Teste de Mann-Whitney

Variáveis	Remuneração Fixa			Remuneração Variável		
	H0: não existe diferença entre os grupos de empresas com maior e menor remuneração fixa em relação a variável ____.			H0: não existe diferença entre os grupos de empresas com maior e menor remuneração variável em relação a variável ____.		
	z	Prob > z	Decisão - $\alpha = 5\%$	z	Prob > z	Decisão - $\alpha = 5\%$
PB	-3,959	0,0001	Rejeita H0	-4,818	0,0000	Rejeita H0
RA	0,998	0,3185	Aceita H0	0,202	0,8397	Aceita H0
LPA	-1,257	0,2087	Aceita H0	0,040	0,9679	Aceita H0
DPA	-0,173	0,8628	Aceita H0	1,212	0,2253	Aceita H0
ROA	0,2430	0,0151	Rejeita H0	2,321	0,0203	Rejeita H0
TAM	-7,759	0,0000	Rejeita H0	-6,523	0,0000	Rejeita H0
AL	-2,833	0,0046	Rejeita H0	-0,865	0,3868	Aceita H0
VOT	4,341	0,0000	Rejeita H0	6,599	0,0000	Rejeita H0

Fonte: elaborado pelos autores

A tabela 4 retrata as correlações entre as variáveis analisadas. As remunerações fixa e variável se correlacionam estatisticamente, considerando um nível de significância de 5%, apenas com a medida de valor da empresa PB, em uma relação positiva, porém com valores baixos de 0,188 e 0,185, respectivamente. Em relação às demais medidas de valor e desempenho as correlações entre elas e as remunerações são baixas e estatisticamente não significativas.

Tabela 4 – Correlações entre as variáveis do estudo

Variáveis	RF	RV	PB	RA	LPA	DPA	ROA	TAM	AL	VOT
RF	1,000									
RV	0,675**	1,000								
PB	0,188**	0,185**	1,000							
RA	0,008	0,031	-0,010	1,000						
LPA	0,024	0,009	-0,016	0,087*	1,000					
DPA	0,018	-0,030	-0,043	0,041	0,229**	1,000				
ROA	-0,084*	-0,024	0,038	0,174**	0,438**	0,221**	1,000			
TAM	0,510**	0,358**	0,124**	-0,088*	0,066	0,117**	-0,180**	1,000		
AL	0,184**	0,019	-0,236**	-0,122**	-0,170**	-0,141**	-0,476**	0,248**	1,000	
VOT	-0,202**	-0,274**	0,054	-0,028	0,010	0,023	-0,098*	0,017	-0,008	1,000

** significativo a 1%

* significativo a 5%

Fonte: elaborado pelos autores.

Todavia, as correlações entre as remunerações fixa e variável com o tamanho das empresas são altas, positivas e estatisticamente significativas. Deste modo, assim como

evidenciado por Silva e Chien (2013), a remuneração dos executivos está correlacionada positivamente com o tamanho da empresa, e isto precisa ser considerado ao se analisar a relação da remuneração com o valor e desempenho das empresas, como já mencionado anteriormente.

Ademais, observa-se que a estrutura de propriedade e controle apresenta correlações estatisticamente significativas com as remunerações, porém negativas, indicando que quanto maior a concentração de propriedade, menores tendem a ser as remunerações dos executivos. A alavancagem apresenta correlações negativas e estatisticamente significativas com todas as variáveis que mensuram valor e desempenho das empresas, de modo que quanto maior tende a ser o nível de alavancagem, menor seria o valor e desempenho das empresas. De modo contrário, a alavancagem se mostrou positivamente e estatisticamente correlacionada com o tamanho da empresa. Por fim, o ROA apresentou correlações positivas e significativas com o RA, LPA e DPA, tendo destaque para maior correlação com o LPA.

Como destacado no tópico anterior, o GMM Sistêmico é o método econométrico mais indicado para avaliar variáveis que possuem simultaneidade, ou seja, cuja direção da relação ou causalidade não é clara. Portanto, a fim de verificar a relação da remuneração dos executivos com o valor e desempenho das empresas, estimou-se os modelos de regressões considerando este método. Em todos os modelos avaliou-se a multicolinearidade das variáveis explicativas por meio da estatística VIF (fator de inflação da variância) e verificou-se que todas as variáveis apresentaram VIFs entre 1,2 e 1,3, indicando baixa multicolinearidade entre elas. Além disso, todos os pressupostos de adequação do método foram validados e, considerou-se como nível de significância estatística o valor de 5% para realizar todas as análises.

Nesse sentido, a tabela 5 apresenta os resultados das regressões por GMM Sistêmico considerando como variáveis dependentes as *proxies* para valor das empresas. Nos modelos cujo *Price-to-book (PB)* é a variável dependente, observa-se uma diferença de comportamento entre as remunerações. O coeficiente da remuneração fixa é negativo, enquanto o de remuneração variável é positivo, de modo que impactariam de forma inversa o valor criado pelas organizações, no entanto não é possível afirmar que a remuneração dos executivos afeta o PB das organizações, pois os coeficientes não foram estatisticamente significativos. Cabe ressaltar que o valor da empresa passado, influencia o seu valor presente, dado que os coeficientes para essa variável em t-1 foram positivos e estatisticamente significativos.

Tabela 5 – Resultados das regressões com as *proxies* de valor das empresas como variáveis dependentes

Estatísticas das Variáveis	Price-to-book (PB)				Retorno da Ação (RA)			
	GMM - Sistêmico				GMM - Sistêmico			
	REM = Remuneração Fixa		REM = Remuneração Variável		REM = Remuneração Fixa		REM = Remuneração Variável	
Variáveis	Coeficiente	Erro padrão	Coeficiente	Erro padrão	Coeficiente	Erro padrão	Coeficiente	Erro padrão
Intercepto	5,536	22,839	0,155	4,002	1,083	1,273	1,433***	0,799
PB em t-1	0,725*	0,171	0,734*	0,055				
RA em t-1					-0,035	0,194	-0,066	0,231
REM	-0,310	1,842	0,372	0,393	-0,001	0,104	-0,025	0,057
ROA	2,799	2,811	6,706	5,066	0,750	0,813	0,692	0,974
TAM	-0,013	0,400	-0,046	0,172	0,005	0,027	0,010	0,027
AL	0,002	1,648	1,428	1,584	-0,262	0,225	-0,270	0,243
VOT	-0,001	0,010	0,000	0,008	-0,001	0,002	-0,002	0,001
VIF médio	1,25		1,22		1,22		1,20	

* significativo a 1%

** significativo a 5%

*** significativo a 10%

Fonte: elaborado pelos autores.

Avaliando-se os resultados nos modelos em que o Retorno das ações é a variável dependente, verifica-se que as variáveis relativas à remuneração dos executivos das empresas apresentaram coeficientes negativos, mas também não foram estatisticamente significativos, de modo que não se pode inferir que elas impactam o retorno acionário das empresas. Além disto, de forma contrária ao PB, o RA defasado apresentou coeficientes negativos e estatisticamente não significativos, ou seja, o comportamento passado dessa variável não afeta o seu valor atual.

Assim, os resultados da tabela 5 demonstram que não existe estatisticamente relação significativa entre a remuneração dos executivos e o valor corporativo. Pois, não há evidências para se afirmar que as empresas que melhor remuneram seus executivos possuem maior valor de mercado, e vice-versa.

As tabelas 6 e 7 apresentam os resultados das regressões por GMM Sistemico considerando como variáveis dependentes as *proxies* para desempenho organizacional. Analisando os resultados para a variável LPA, observa-se que os coeficientes das remunerações fixa e variável foram positivos, mas não significativos estatisticamente, portanto, não há indícios que de empresas que melhor remuneram seus executivos detém maior lucro por ação. O LPA passado apresentou coeficientes negativos e estatisticamente significativos, indicado que o lucro por ação atual seria negativamente afetado pelo seu valor passado nas empresas analisadas.

Em relação aos resultados do modelo DPA, constata-se que o coeficiente relativo à remuneração fixa dos executivos foi positivo e que o correspondente a remuneração variável foi negativo, o que indicaria que quanto maior a remuneração fixa maior seriam o DPA, e que quanto maior a remuneração variável menor seriam os dividendos pagos por ação, porém ambos os coeficientes não foram estaticamente significativos. Ao contrário do LPA, o DPA defasado aponta evidências de que afeta positivamente os valores atuais de dividendos pagos, pois foram significativos estatisticamente.

Tabela 6 – Resultados das regressões com as *proxies* de desempenho LPA e DPA como variáveis dependentes

Estatísticas das Variáveis	Lucro por ação (LPA)				Dividendos por ação (DPA)			
	GMM – Sistemico				GMM – Sistemico			
	REM = Remuneração Fixa		REM = Remuneração Variável		REM = Remuneração Fixa		REM = Remuneração Variável	
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão
Intercepto	-21,387	23,196	-6,697	12,388	-0,602	3,027	0,222	1,758
LPA em t-1	-0,235**	0,111	-0,219**	0,104				
DPA em t-1					0,581*	0,135	0,349***	0,232
REM	1,110	1,585	0,105	0,893	0,066	0,218	-0,030	0,113
ROA	26,932	25,768	23,214***	15,819	-0,044	1,286	0,209	1,925
TAM	0,122	0,404	0,250	0,319	-0,014	0,058	0,045	0,075
AL	2,320	4,660	2,221	2,044	-0,398	0,414	-0,524	0,497
VOT	0,022	0,031	0,010	0,016	0,002	0,003	0,001	0,004
VIF médio	1,22		1,20		1,23		1,21	

* significativo a 1% ** significativo a 5% *** significativo a 10%

Fonte: elaborado pelos autores.

Por fim, examinando-se os resultados do modelo de regressão considerando o ROA como variável depende, observa-se que de modo semelhante aos resultados encontrados para as outras *proxies* de desempenho, as remunerações (fixa e variável) dos executivos não foram estaticamente significativas para explicar o retorno sobre o ativo. Todavia, seus coeficientes

foram negativos, o que indicaria uma relação inversa entre essas variáveis, ou seja, o reflexo de maiores remunerações no ROA seria em sentido contrário, reduzindo os valores desse índice. Em relação a defasagem do retorno sobre o ativo, os coeficientes foram positivos, mas não significativos estatisticamente.

Tabela 7 – Resultados das regressões com a *proxie* de desempenho ROA como variável dependente

Estatísticas das Variáveis	Retorno sobre o Ativo (ROA)				
	GMM - Sistemico				
	REM = Remuneração Fixa		REM = Remuneração Variável		
Variáveis	Coeficiente	Erro padrão	Coeficiente	Erro padrão	
Intercepto	0,529	0,690	0,299	0,345	
ROA em t-1	0,139	0,179	0,010	0,268	
REM	-0,023	0,053	-0,004	0,031	
ROA	0,006	0,007	0,006	0,007	
TAM	-0,005	0,013	-0,010	0,014	
AL	-0,123***	0,725	-0,163	0,121	
VOT	0,000	0,001	0,000	0,001	
VIF médio	1,32		1,28		
* significativo a 1%		** significativo a 5%		*** significativo a 10%	

Fonte: elaborado pelos autores.

Finalmente, os resultados das tabelas 6 e 7 evidenciaram que as remunerações fixa e variável dos executivos não apresentam relação estaticamente significativa com as *proxies* de desempenho das empresas. Assim, não é possível afirmar que as empresas que melhor remuneraram seus executivos apresentam melhor desempenho organizacional, e vice-versa.

Os resultados encontrados nas análises acima, tanto para as *proxies* de valor das empresas como para as de desempenho organizacional, corroboram com os achados dos estudos anteriores (Gregg *et al.*, 2010; Barontini & Bozzi, 2011, Luo & Jackson, 2012; Silva & Chien, 2013) que investigaram a relação entre a remuneração de executivos e o valor e o desempenho das empresas, e encontraram ausência de relação estatisticamente significativa entre tais variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou investigar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho de companhias abertas brasileiras. Este tipo de pesquisa empírica acerca do tema, no Brasil, foi melhor viabilizado a partir da Instrução Normativa nº 480, de 7 de setembro de 2009, estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que instituiu a evidenciação obrigatória, no Formulário de Referência, dos valores correspondentes à remuneração de executivos das companhias abertas (Machado & Beuren, 2015). Adotando-se a metodologia de dados em painel estimados através do Método dos Momentos Generalizado Sistemico (GMM Sistemico), que é adequado para o controle de problemas de endogeneidade no modelo, verificou-se que a remuneração (fixa e variável) não é estatisticamente significativa para impactar tanto no desempenho (em termos de LPA, DPA e ROA) quanto no valor (através das *proxies* Price-to-Book e Retorno das ações) das empresas analisadas.

Estudos referentes ao tema não apresentam resultados singulares, não havendo, portanto, um consenso sobre a real influência que as políticas de remuneração possam ter no sentido de impactar no desempenho e no valor das organizações, apesar de tais planos serem vistos pela Teoria da Agência como uma ferramenta útil para minimizar os conflitos de interesse e constituírem mecanismos de “alinhamento de interesses” entre as partes da organização (Lambert, Larker, & Weigelt, 1993; Watts & Zimmerman, 1986; Silva, Silva & Santos, 2017).

Os resultados indicaram através da análise das correlações, de forma adicional, que as correlações entre as remunerações fixa e variável com o tamanho das empresas são altas, positivas e estaticamente significativas. Ademais, observou-se que a estrutura de propriedade e controle apresenta correlações estatisticamente significativas com as remunerações, porém negativas, indicando que quanto maior a concentração de propriedade menor tendem a ser as remunerações dos executivos. A alavancagem (AL) apontou correlações negativas e estaticamente significativas com todas as variáveis que mensuram valor e desempenho das empresas, de modo que quanto maior tende a ser o nível de alavancagem menor seria o valor e desempenho das empresas. E, de modo contrário, a alavancagem se mostrou positivamente e estatisticamente correlacionada com o tamanho da empresa. O Retorno sobre o Ativo apresentou correlações positivas e significativas com o RA, LPA e DPA, tendo destaque para maior correlação com o LPA.

Os resultados do teste de Mann-Whitney indicaram haver diferenças estatisticamente significativas, ao nível de 5% de significância, entre os grupos de remuneração fixa para as variáveis PB, ROA, TAM, AL e VOT; Já entre os grupos remuneração variável, para as mesmas variáveis, exceto a AL. Desta forma, foi possível averiguar que as empresas que pagam maiores remunerações fixas para seus executivos, apresentam maior Price-to-book (mediana 1,48 versus 1,15), são empresas maiores (16,3 versus 15,5) e mais alavancadas (0,11 versus 0,08). Por outro lado, possuem menores retornos sobre o ativo (0,053 versus 0,075) e concentração acionária (28,64 versus 36,58). Já no que se refere à remuneração variável, as empresas que melhor remuneraram seus executivos sob esta forma, são maiores e possuem maior valor de mercado (PB) (1,5 versus 1,07), entretanto, detém menor retorno sobre o ativo (0,05 versus 0,07) e menor concentração acionária (25,54 versus 38,62).

Os achados deste trabalho corroboram com os estudos de Gregg *et al.*, 2010; Barontini e Bozzi, 2011; Luo e Jackson, 2012; Silva e Chien, 2013, podendo fornecer uma contribuição adicional para a pesquisa sobre a temática. Ressalta-se que as conclusões deste estudo não extrapolam a amostra analisada e que, portanto, não podem ser generalizadas para outros contextos.

Sugere-se que futuras pesquisas investiguem a relação entre remuneração e desempenho para amostras maiores, subsidiando comparações e que também se utilizem novas *proxies* para avaliar desempenho e valor da empresa, verificando se as conclusões acerca do comportamento das variáveis serão semelhantes à análise realizada neste estudo.

REFERÊNCIAS

- Anthony, R. N. & Govindarajan, V. (2006). *Sistemas de Controle Gerencial* (2. reimpr.). (Neves, A. F., Trad.). São Paulo: Atlas (Obra original publicada em 1998).
- Attaway, M. C. (2000). A study of the relationship between company performance and CEO compensation. *American Business Review*, 18(1), 75-85.
- Barkema, H. G. & Gómez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145.
- Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Journal of Management and Governance*, 15, p. 59–89.
- Barros, L., Castro Júnior, F., Silveira, A., & Bergmann, D. (2010). Endogeneity in corporate finance empirical research. *Working Paper*. <http://papers.ssrn.com/abstract=1593187>
- Bebchuk, Lucian A., & Fried, Jesse M. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92.
- Benini, D. R., Bianchi, M., Machado, D. G., & Menezes, G. R. (2017). Governança corporativa e remuneração dos executivos: um estudo das empresas que compõem o

- índice Brasil 100 da BM&FBovespa. *XIV Congresso USP de Iniciação Científica*.
- Beuren, I. M. (2008). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade - teoria e prática*. São Paulo: Atlas.
- Beuren, I. M., Silva, M. Z. & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13 (2), 8-25.
- Camargos, M. A. & Helal, D. H. (2007). Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. *XXXI Encontro da Anpad*, Rio de Janeiro. Brasil.
- Correia, L. F.; Amaral, H. F. & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Asaa*, 7 (1), p. 2-37.
- Cunha, P. R.; Vogt, M. & Degenhart, L. (2016). Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. *Reflexão Contábil*, 35 (2), p. 1-16.
- Duarte, P. C; Lamounier, W. M.; Takamatsu, R. T. (2007). Modelos Econométricos para Dados em Painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em Contabilidade e Finanças. *IV Congresso USP de iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo, Brasil.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 26 (2), p. 41-64.
- Funchal, J. A., & Terra, P. R. S. (2006). Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. *XXX Encontro da Anpad*, Salvador, Brasil.
- Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2010). Executive pay and Pperformance in the UK. *Axa Working Paper Series*, 5.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5 ed). São Paulo: IBGC.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 305-360.
- Krauter, E. (2009). *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras*. (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F.; Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), p. 438-461.
- Lins, J. & Malvessi, O. (2015). *Remuneração executiva e geração de valor*. Recuperado em 03 de novembro, 2017, de <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/pesquisa-rem-executiva-2015.pdf>
- Luo, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation, ownership structure and Firm performance in chinese financial corporation. *Global Business and Finance Review*, 17, p. 56–74.
- Macedo, M. A. S., Souza, M. A. F., & Oliveira, M. A. (2004). Análise de desempenho organizacional no setor varejista brasileiro. *XI SIMPEP*, Bauru, Brasil.
- Machado, D. G. (2012). *Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas*. (Tese de Doutorado), Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil.
- Machado, D. G.; Beuren, I. M. (2015). Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, 31(92).
- Maroco, J. (2010). Análise estatística: com utilização do SPSS. Lisboa, Edições Sílabo, LDA.

- Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2007). *Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives*. Pearson Education.
- Murphy, K. (1999). Executive Compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3, p. 2485–63.
- Nascimento, C., Franco, L., & Cherobim, A. (2012). Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. *Revista Universo Contábil*, 8 (1).
- Oskan, N. (2007). *CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data*. SSRN. Recuperado em 2 dezembro, 2010, de <http://ssrn.com/abstract=1102703>.
- Rodrigues, J. M. (2006) Remuneração e competências: retórica ou realidade?. *Revista de Administração de Empresas*, 46, p. 23-46.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), p. 481-502.
- Silva, S. S.; Silva, J. O., Santos, T. R. (2017). Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. *XIV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo.
- Slomski, V. Mello, G. R.; Tavares Filho, F. & Macêdo, F. Q. (2008). *Governança corporativa e governança na gestão pública*. São Paulo: Atlas.
- Vasconcelos, A. F., & Monte, P. A. (2013). A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Registro Contábil*, 4(1), p. 1-17.
- Ventura, A. F A. (2013). *Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&F Bovespa*. (Dissertação de Mestrado), Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UNB/UFPB/UFRN), João Pessoa, PB, Brasil.
- Watts, R. L.; Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Wooldridge, J.M. (2002). *Econometric analysis of crosssection and panel data*. MITpress.