

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E PERFORMANCE FINANCEIRA DE EMPRESAS COM MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

THALYSON RENAN BITENCOURT MACHADO

UFU - Universidade Federal de Uberlândia

thalyson.renan@outlook.com

PABLO ROGERS

UFU - Universidade Federal de Uberlândia

pablo.rogers@hotmail.com

Área Temática: Finanças

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E PERFORMANCE FINANCEIRA DE EMPRESAS COM MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

RESUMO: Neste trabalho examinou-se a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Foram analisadas as remunerações dos executivos e indicadores econômico-financeiros divulgados entre 2010 e 2013 de 143 companhias não financeiras. Os dados foram analisados por meio 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 companhias estão inseridas, o que 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. Noutro norte, as variáveis referentes à alavancagem financeira, ao retorno sobre o ativo e ao lucro por ação apresentaram-se estatisticamente não significativas. Uma possível explicação para estes resultados pode ser que a remuneração dos executivos não esteja associada ao desempenho dessas variáveis, em virtude da falta de benefícios financeiros para recompensar uma melhora desses indicadores, o que pode evidenciar a existência de conflito de agência.

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

ABSTRACT: This study examined the relationship between executive compensation and the performance of Brazilian companies classified in corporate governance levels of the BM&FBOVESPA. Analyzed the remuneration of executives and financial indicators published between 2010 and 2013 of 143 non-financial companies. Data were analyzed using panel data of statistical technique, whose result showed that there is a positive and statistically significant relationship between executive compensation and the return on equity, the total assets and levels of governance where these companies they are inserted, which shows that executives tend to demand efforts in pursuit of improvements in the economic and financial performance of the companies under its 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. One possible explanation for these results could be that executive compensation is not linked to the performance of these variables by lack of financial benefits for the improvement of these indicators, which may show the existence of agency conflict.

Keywords: Corporate Governance. Executive compensation. Financial performance.

1 INTRODUÇÃO

Na concepção da Teoria Econômica Clássica, assume-se que as firmas atuam de forma racional, sempre para otimizar o lucro no longo prazo. Nas firmas clássicas há um único gestor, o qual é seu principal acionista, ou seja, fundem-se em uma só pessoa a figura do proprietário e do gestor, razão pela qual não há conflitos de interesse no processo decisório dessas firmas (JENSEN; MACKLING, 1976). No entanto, com o surgimento das corporações modernas, nas quais a propriedade e a gestão são segregadas, podem surgir conflitos de interesse entre acionistas e gestores, ou até mesmo entre gestores de diferentes níveis.

Junto com essas modernas corporações surgiram 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). Todavia, o conflito de interesses entre o principal e agente, denominado de conflito de agência, ocasionado pela assimetria informacional, pode fazer com que o último aja discricionariamente em benefício próprio, ainda que em detrimento dos interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

A empresa constitui-se em 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).

Após 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 recursos a custos competitivos (SILVA et al., 2014). Com isso, as empresas 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 estratégica, desempenham uma função motivacional capaz de induzir o comportamento dos gestores a fim 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).

Nesse contexto, essa pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto listadas no BM&FBOVESPA, classificadas em um dos níveis de governança corporativa, quais sejam: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), de modo a verificar quais os fatores que influenciam a remuneração dos executivos dessas empresas.

Os resultados de algumas pesquisas sobre essa temática não são conclusivos e/ou são divergentes, como as pesquisas de Kato, Kim e Lee (2005), 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 executiva e o desempenho de empresas.

Assim, em que pese algumas pesquisas já terem sido realizadas, este estudo justifica-se por abordar um assunto relativamente pouco explorado, principalmente no que tange sobre a influência que a governança corporativa exerce sobre essa relação. A análise dessa influência encontra-se respaldada no fato de evidenciar se, de fato, a adesão aos níveis de governança corporativa auxilia no desenvolvimento econômico-financeiro das organizações, o que impacta diretamente na remuneração dos executivos responsáveis por geri-las.

A relevância desta pesquisa pauta-se, assim, no fato de a mesma 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 o desempenho organizacional. Na terceira seção são evidenciados os aspectos metodológicos. Na quarta seção os resultados são analisados e discutidos. Na quinta seção são apresentadas 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 problema crucial da atualidade, com foco no conflito de agência e objetivo de atenuar o comportamento oportunista dos gestores. Nas corporações em que há segregação entre propriedade e gestão, não se pode esperar que os executivos administrem com mesmo grau de eficiência os recursos dos acionistas, como se a eles pertencessem (ROSSETTI; ANDRADE, 2012), pois estão interessados com o bem-estar pessoal e com a redução de esforços, 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 de 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, que segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2001), com foco na relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios dos executivos, e relaciona a estratégia das companhias com suas operações, com a geração de valor e com seus resultados.

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 uma maior participação do mercado acionário e, também, pela implementação de boas práticas de governança corporativa, compreendidas como mecanismos de controles utilizados para minimizar os custos decorrentes do problema de agência (COSTA, 2008; CATAPAN; COLAUTO, 2014). Na concepção de Jensen e Meckling (1976), é impossível que o principal assegure 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 que maximize o bem estar daquele, os quais podem estar relacionados a benefícios pecuniários e não pecuniários (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nessa linha, Rosseti 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 retratam que para alinhar os interesses de gestores e acionistas necessário se fez 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 um contrato celebrado entre as partes, são ofertados incentivos que estimulam escolhas que almejem bons resultados financeiros.

Nesse contexto, a política de remuneração dos executivos pode ser compreendida como uma relação contratual entre acionistas e gestores, cuja utilidade é assegurar a eficácia de ações que maximizem a riqueza dos acionistas (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 possibilita-a para 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). Neste caso, compreende-se remuneração como "a contrapartida econômica e/ou financeira de um trabalho realizado" (HIPÓLITO; DUTRA, 2012, p. 1-2), a qual dividida em fixa e variável. Essa estratégia retratada pelos autores, a fim de alinhar os interesses do agente e do principal, compreende remunerações fixas e variáveis de curto e longo prazo.

O 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 restabelecer 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, dentre as quais encontram-se as medidas sobre a atividade desempenhada pelos executivos, desempenho individual da empresa, desempenho 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) aponta 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).

No entanto, Bushman e Smith (2001) afirmam que os indicadores sobre o retorno as ações ganharam mais destaque na análise da remuneração dos executivos, em detrimento das medidas contábeis, como a lucratividade. De acordo com Funchal e Terra (2006, p. 4), "a governança corporativa também 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, por exemplo, a progressão cargos, carreiras e salários; aspectos ligados ao desenvolvimento pessoal e profissional; e planos de aposentadoria (KRAUTER, 2013). Ademais, importante se faz 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

A população desta pesquisa é constituída por empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA e classificadas nos níveis de governança corporativa. Foram excluídas da análise as empresas financeiras, 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 empresas, 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.

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

A variável dependente $REMUN_{it}$ refere-se à remuneração total dos membros da diretoria estatutária, da empresa i , no período t . Os dados referentes a essa remuneração foram obtidos 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 empresas listadas no Novo Mercado, e o valor 1 para as empresas listadas no Nível 1 e no Nível 2 da BM&FBOVESPA. 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 et al. (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 et al. (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 et al. (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 a análise são apresentados na seção a seguir.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Caracterização da Amostra

Foram analisados os dados referentes às empresas de capital aberto 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 empresas enquadram-se em "outros" setores de atuação, ao passo que 11% são do setor de energia elétrica, 10,50% do setor construção e 7% do setor de transporte. Os demais setores representam 47% das empresas, mas cada um deles é composto por menos de 10 empresas.

Tabela 1 – Setores de atividade das empresas 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
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: Elaborado 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 empresas (9,09%) são listadas no Nível 2. Além disso, outras 108 empresas (75,52%) são listadas no Novo Mercado. Na Tabela 2 são apresentados os resultados da análise descritiva referentes às variáveis dessas empresas.

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
$LUCROACAO_{it}$	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: Elaborado pelos autores (2015).

4.2 Análise Quantitativa por meio de *Panel Data*

A priori, a análise econométrica dos dados foi realizada sem a exclusão dos *outliers*. Nessa análise, foram realizados inicialmente testes auxiliares para verificar se os resíduos dos dados eram afetados por problemas relacionados à heterocedasticidade e multicolinearidade. Após estes testes, 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, realizou-se os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, cujo 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 (*pools* e efeitos aleatórios), conforme os resultados apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Análise dos dados em painel

Variáveis	Pooled		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
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	
<i>F</i>	17,810***		7,903***		54,353***	

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Observa-se pelos resultados da Tabela 3 que todos os tipos de painel testados são significativos ao nível de 1% (*F*). No entanto, a análise, cujos resultados são apresentados na Tabela 3, foi realizada sem a exclusão dos *outliers*. Dessa forma, para verificar se os mesmos exerceram influência sobre esses resultados, fora realizada uma nova análise, com a exclusão dos *outliers*. Igualmente à análise anterior, foram realizados testes auxiliares para verificar se os resíduos eram afetados por problemas de heterocedasticidade e multicolinearidade.

Após estes testes, constatou-se que os mesmos 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-se mais adequado nesta etapa.

Tabela 4 – Definição do tipo de painel utilizado no modelo

Testes	Coeficiente	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: Elaborado pelos autores (2015).

Embora o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios tenha demonstrando-se mais adequado, apresenta-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.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
ALAV _{it}	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	
<i>F</i>	18,726***		16,431***		122,561***	

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Com base nos resultados demonstrados na Tabela 5, observa-se que todos os tipos de painel testados são significativos ao nível de 1% (*F*). Comparando-se os resultados 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 um 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 CG_{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 aumento de R\$ 0,268 na remuneração dos executivos dessas empresas, ao passo que o aumento de uma unidade no Ativo Total resultará 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. Já o aumento de um 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 com a visão de Jensen, Murphy e Wruck (2004) e Funhal e Terra (2006), para os quais há uma relação direta entre a remuneração executiva e 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 as mesmas 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 apresentaram-se estatisticamente significativas, o que demonstra que as mesmas 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) de que o retorno das ações é um importante para determinar a remuneração executiva. Embora os resultados apresentados não permitam determinar o fator determinando dessa dissociação, pode-se inferir, por analogia, que talvez a remuneração dos executivos não estejam associadas ao desempenho dessas variáveis (ROA, alavancagem e lucro por ação). A falta de benefícios financeiros provenientes da melhora desses indicadores, os executivos poderiam estar deixando de demandar esforços suficientes para maximizar esses resultados, demonstrando, portanto, a existência de conflito de agência, no caso dessas variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas 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 na qual essas companhias estão listadas, cujos resultados correspondem às concepções de autores como Beuren, Silva e Mazzioni (2014). Estes resultados evidenciam que os executivos dessas companhias tendem a demandar esforços em 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.

Noutro 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 um importante para determinar a remuneração executiva. Uma possível explicação para estes resultados pode ser o fato de que a remuneração dos executivos não estejam associadas 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 as reais causas dessas 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 neste estudo, como o tamanho da empresa, 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 quem 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, p. 40-54, jan./fev. 2012.
- BAKER, P. O.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and incentive: practice vs. theory. **Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 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, p. 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, p. 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, p. 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 de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, jul./set. 2014.
- CONYON, M. J.; GREGG, P.; MACHIN, S. Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 704-714, mai. 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, p. 06-23, jul./set. 2009.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- FRAGA J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, Ed. Especial, p. 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, 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, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 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. 2004.

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, p. 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: Black-well, 2004.

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

OCDE. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **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.

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

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, p. 1-25, jan./mar. 2014.

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

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, p. 131-156, 1990.

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