

**Remuneração de Executivos, Desempenho e Criação de Valor
no Mercado Acionário Brasileiro**

FELIPE DO NASCIMENTO SILVA

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

YURI GOMES PAIVA AZEVEDO

Universidade de São Paulo

RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO

Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio Grande do Norte

Resumo

O presente estudo busca verificar se a remuneração de executivos exerce influência no desempenho financeiro e na criação de valor das empresas. Os dados referentes a remuneração dos executivos foram coletados dos formulários de referência (item 13.2) disponíveis no sítio Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da biblioteca GetDFPData, processada em linguagem R. Os dados acerca do desempenho e da criação de valor das firmas foram coletados por meio da base de dados Bloomberg®, sendo analisadas 215 companhias não-financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2017. Para realização das análises, foram estimados modelos de regressão com dados dispostos em painel, tendo como variáveis dependentes o Retorno sobre o Ativo e o Valor Econômico Adicionado. Dentre os principais resultados, verifica-se que não há relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro, enquanto apenas a Remuneração Fixa impacta - negativamente - o Valor Econômico Adicionado, *proxy* para criação de valor, sugerindo que as remunerações, sejam elas fixas, variáveis ou *stock options*, podem não estar sendo eficazes para o alinhamento de interesses entre agentes e principais. Entretanto, ressalta-se que o período de crise econômica pode ser um possível fator para que isso ocorra, tendo em vista que as empresas apresentam, em média, baixa rentabilidade e destruição de valor ao longo da janela temporal estudada. Por fim, no tocante às variáveis de controle, foi verificado que o valor dos ativos, as práticas de Governança Corporativa e o Q de Tobin não estão associados com o desempenho financeiro ou com a criação de valor.

Palavras chave: Remuneração de Executivos, Desempenho Financeiro, Criação de Valor, *Economic Value Added*.

1 Introdução

A existência de conflitos entre os interesses dos detentores de capital e os agentes, responsáveis por sua gestão, descrita sob o escopo da Teoria da Agência (Eisenhardt, 2015), ocasionam custos de agência e podem comprometer o desempenho empresarial (Fernandes & Mazzioni, 2015). Nesse sentido, estratégias usuais para a minimização desse problema estão relacionadas à implementação de incentivos que aumentem a probabilidade de os gestores tomarem decisões que tendam a maximizar a riqueza dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Dentre estas, destaca-se a remuneração de executivos, que pode ser vinculada ao desempenho da companhia (Shiwakoti, 2012), por meio de diversas métricas, como o Lucro antes dos Juros e dos Tributos sobre o Lucro ou o Lucro Contábil. Com efeito, nota-se que as companhias abertas têm modificado suas formas de remunerar seus executivos, convertendo sistemas baseados em salários fixos, para a remuneração variável, de forma a compartilhar o risco associado ao prejuízo com a alta administração (Wong, 2009).

Com isso, pode-se considerar que o esforço de gestão e a remuneração estão inter-relacionadas. Uma administração de baixa qualidade pode ocasionar dispêndios – inclusive salariais – que não agregam valor para a entidade (Jensen, Murphy, & Wruck, 2004), enquanto pode-se evitar, com o uso de políticas de remuneração variável, gastos maiores, dado que, em situações desfavoráveis, os gestores tipicamente não receberão seus bônus.

Não obstante, o sistema de compensação pode estar sujeito a distorções. Além da possibilidade de que mecanismos integralmente variáveis, sem teto, possam onerar excessivamente a companhia, há relatos, como o de Bebchuk e Grinstein (2005), em que a remuneração cresceu além do que pode ser justificado pela expansão da empresa e da melhoria em indicadores de desempenho.

Empiricamente, tem sido verificado a influência positiva do sistema de compensação executiva sobre a criação de valor das companhias abertas (Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Wet, 2012), sem que já tenha sido formado um consenso em relação a como esse atributo impacta o desempenho financeiro. Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa é investigar se a remuneração dos executivos exerce influência sobre a criação de valor e o desempenho financeiro das empresas listadas na B3.

Assim, o presente estudo pretende explorar dois pontos. O primeiro é a confirmação, para o caso brasileiro, da relação entre os mecanismos de remuneração e a criação de valor em companhias abertas, posto que ainda não foi diretamente abordado em pesquisas anteriores. O segundo é uma contribuição ao debate acerca de como o desempenho financeiro pode ser impactado pela estrutura de remuneração de executivos, dada a ausência de consenso em pesquisas anteriores: há resultados sugerindo uma influência positiva (Krauter, 2013), ao passo que outros indicam não haver relação (Beuren et al., 2014; Fernandes & Mazzioni, 2015).

Destaque-se que o presente estudo diferencia-se dos estudos de Krauter (2013) e Fernandes e Mazzioni (2015) por expandir a quantidade de *proxies* para a remuneração de executivos, ao analisar também as *stock options*, por verificar separadamente o efeito da remuneração fixa e variável, bem como por analisar uma maior quantidade de companhias abertas, abrangendo uma maior janela temporal (2010-2016).

Ademais, diferencia-se destas, bem como da pesquisa realizada por Beuren et al. (2014), uma vez que estes estudos não investigam a influência da remuneração de executivos na criação de valor. Nessa perspectiva, observa-se que apesar da influência da remuneração de executivos na criação ser investigada no contexto internacional (Fatemi, Desai, & Katz, 2003; Wet, 2012), verifica-se que até o presente momento, pelo melhor de nosso conhecimento, este estudo é o primeiro a analisar esta relação no âmbito brasileiro.

Dado o vulto e a relevância desses gastos, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o intuito de promover o controle e a transparência informacional, passou a exigir, por meio da Instrução Normativa nº 480 de 2009, que as informações sobre remuneração de executivos fossem divulgadas. Esse fato justifica a expansão da quantidade de pesquisas, na realidade brasileira, sobre essa temática com dados a partir de 2009 (Santos & Silva, 2017).

Este estudo encontra-se estruturado em cinco seções. Na próxima seção tem-se o referencial teórico, que evidencia os principais aspectos relacionados à remuneração de executivos e apresentação dos estudos recentes pertinentes à área. Na terceira seção apresenta-se a metodologia utilizada na pesquisa para a análise de dados. Na quarta, tem-se a análise dos resultados obtidos. Em seguida, na quinta parte, apresenta-se as considerações finais, nas quais foram evidenciadas as constatações do estudo, suas limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 Remuneração de Executivos

A remuneração de executivos pode ser financeira e não financeira. No escopo da remuneração financeira, a remuneração dos executivos pode ser direta (remuneração fixa e variável), bem como indireta (benefícios fixos e variáveis).

No que tange à remuneração financeira, foco do presente estudo, Krauter (2013) descreve que a remuneração fixa representa o montante que foi previamente definido entre a empresa e o colaborador, ao passo que na remuneração variável, a quantia em dinheiro é influenciada pelo cumprimento de metas estabelecidas entre a entidade e funcionário.

A remuneração indireta refere-se aos benefícios relacionados ao trabalho desempenhado pelos colaboradores, como seguros de vida, assistência médica, assistência odontológica, automóveis, dentre outros (Melo, 2017). Por fim, as empresas também podem incorporar a remuneração não financeira, aos seus pacotes de remuneração de executivos, podendo-se destacar dois fatores: desenvolvimento profissional por meio de treinamentos; e uma perspectiva de crescimento valorizando a carreira do colaborador (Krauter, 2013).

Fato esse que pode ser evidenciado na Tabela 1, que apresenta uma síntese dos estudos anteriores que investigaram a relação entre a remuneração de executivos, criação de valor e o desempenho das empresas, tanto a nível nacional, como internacional.

Tabela 1 – Síntese dos estudos anteriores

Autor(es)	Objetivo	Amostra	Principais resultados
Fatemi et al. (2003)	Buscou-se investigar a relação entre a remuneração da administração e duas medidas de desempenho ajustado ao risco: valor econômico adicionado (EVA) e valor adicionado de mercado (MVA)	O número de empresas em cada ano de 1992 a 1995 é 432, 550, 502 e 481, respectivamente retirados do banco de dados ExecuComp da Standard and Poor's, o banco de dados Performance 1000 da Stern Stewart e da empresa e o banco de dados Compustat Standard e Poor's.	Os resultados sugerem que os gerentes de empresas altamente globalizadas tendem a ser pagos em níveis mais altos, refletindo a crescente complexidade de gerenciamento de empresas globais. Estudo indica que os melhores gerentes de criação de riqueza são responsáveis pelo comportamento multidimensional das adições da empresa EVA hoje, bem como no futuro.
Sigler (2011)	Examinar a relação de remuneração do CEO e desempenho da empresa.	A amostra foi formada por 280 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York por um período de 2006 a 2009.	Há uma relação positiva e significativa entre a remuneração total do CEO e o desempenho da empresa medido pelo retorno sobre o patrimônio líquido.

Wet (2012)	O objetivo deste estudo é testar a relação entre a remuneração dos executivos das empresas listadas na África do Sul e a EVA e MVA, bem como medidas de desempenho tradicionais, como retorno sobre ativos e retorno sobre o patrimônio líquido.	Amostra de todas as empresas listadas na Johannesburg Securities Exchange (JSE) da África do Sul para o período de 2006 a 2011.	As descobertas indicam que existe uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e EVA e MVA, mas que a correlação é melhor entre a remuneração dos executivos e as métricas de retorno.
Krauter (2013)	Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras	A amostra é formada por 82 empresas não financeiras, nos anos de 2008 e 2009.	Existe relação entre remuneração financeira e não financeira e o desempenho financeiro comprovado por meio de análise de regressão linear múltipla. Os achados indicam a ocorrência de alinhamento entre a remuneração e os indicadores de mercado, fato não confirmado para os indicadores financeiros. Assim, contrariando as expectativas, os testes estatísticos aplicados não evidenciaram correlação entre a remuneração dos executivos e os indicadores de desempenho financeiro, incluindo o retorno sobre os ativos.
Beuren et al. (2014)	Analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.	Amostra composta de 219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras, com dados do período de 2009 a 2011	As análises das correlações canônicas apontaram resultados mistos, que não permitem uma indicação consistente sobre a existência de relação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das empresas investigadas.
Fernandes e Mazzioni (2015)	Investigar a existência de correlação entre as medidas de desempenho em empresas financeiras brasileiras de capital aberto e a remuneração dos seus executivos	Amostra de 41 empresas listadas na BMF&Bovespa para a Diretoria Executiva, 38 empresas para o Conselho de Administração e 22 empresas para o Conselho Fiscal no período de 2009 a 2011.	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Em síntese, verifica-se que a remuneração de executivos exerce uma influência positiva e estatisticamente significativa no desempenho financeiro e na criação de valor das companhias abertas no âmbito internacional. No entanto, verifica-se que não há um consenso no que tange a relação destes mecanismos de compensação e o desempenho financeiro das firmas no contexto brasileiro.

3 Aspectos Metodológicos

Os dados referentes a remuneração fixa, variável e plano de opções de ações foram coletados por meio da biblioteca GetDFPData, em que o item 13.2 do Formulário de Referência é processado em linguagem R. Os demais dados utilizados foram coletados na plataforma Bloomberg®.

O período adotado compreende os anos 2010-2017, considerando a publicação da instrução normativa da CVM, que trata da disponibilização dos dados de remuneração de executivos, ocorrida em 2010.

O universo da pesquisa é composto por 547 ativos listados na bolsa de valores brasileira. Optou-se por excluir as companhias do setor financeiro, uma vez que estas possuem atividades com características distintas das demais companhias, em termos de

estrutura e demonstrativos, além dos fundos de investimentos e firmas que não apresentaram os dados necessários. A composição da amostra assim formada é apresentada na Tabela 2.

A Tabela 2 trata da composição das companhias analisadas pela pesquisa, onde evidencia-se a retirada das companhias que não apresentaram os dados de remuneração dos executivos. Além disso, também foram retiradas firmas que não apresentaram dados necessários para a estimação do Q de Tobin, restando assim 215 companhias.

Tabela 2 – Composição das companhias analisadas

Item	Quantidade
Total das companhias listadas na B3	547
(-) Companhias do setor financeiro e fundos de investimento	(179)
(-) Companhias sem dados de remuneração dos executivos	(127)
(-) Companhias sem dados de Q de Tobin	(26)
(=) Total das companhias analisadas	215

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 apresenta as variáveis utilizadas nos modelos, seu embasamento em estudos anteriores e a relação esperada. São utilizadas duas variáveis dependentes. Com o intuito de verificar a influência do plano de remuneração dos executivos na criação de valor e desempenho financeiro das empresas, foram estimados quatro modelos de regressão com dados dispostos em painel desbalanceado.

Foi selecionado como medida de desempenho financeiro o Retorno sobre o Ativo, mensurado com base na razão entre o lucro operacional e o ativo total, seguindo a proposta de Martins, Diniz e Miranda (2018). Por essa lógica, o lucro produzido pelos ativos deriva das atividades operacionais da entidade, não devendo ser influenciado pela estrutura de financiamento e suas consequentes despesas financeiras. Esta proxy diferencia-se de estudos anteriores na área (Beuren et al., 2014; Fernandez & Mazzioni, 2015; Krauter, 2013; Wet, 2012) por utilizar o lucro operacional no lugar do lucro líquido para o cálculo do índice.

A criação de valor foi medida com base no Valor Econômico Adicionado (EVA®), que representa a diferença entre o retorno sobre o patrimônio líquido e o custo de capital próprio multiplicado pelo patrimônio líquido, isto é, quanto o lucro auferido excede o custo de capital esperado pelo investimento.

Tabela 3 – Variáveis utilizadas na estimação dos dois modelos de regressão

Variável	Forma de Mensuração	Estudos Anteriores	Sinal Esperado
Valor Econômico Adicionado	Produto entre o valor do Patrimônio Líquido pelo <i>spread</i> entre o Retorno sobre o Patrimônio menos o Custo do Capital Próprio	Wet (2012)	Dependente
Retorno sobre o Ativo	Razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total	Martins et al. (2018)	Dependente
Remuneração Fixa	Salário/Pró-labore fixos, benefícios fixos e outras remunerações fixas	Fatemi et al. (2002) e Melo (2017)	+
Remuneração Fixa Ajustada	Salário/Pró-labore fixos e benefícios fixos	-	+
Remuneração Variável	Participação em Lucros e Resultados, gratificações e bônus	Fatemi et al. (2002) e Melo (2017)	+

Stock Options	<i>Dummy</i> que assume o valor 1 para empresas com remuneração baseada em ações, e 0 caso contrário	Marcon e Godoi (2004), Nunes (2008) e Perobelli, Lopes e Silveira (2012)	+
Tamanho	Logaritmo natural do ativo total	Choi, Saito e Silva (2015) e Medrado, Cella, Pereira, e Dantas (2016)	+
Alavancagem	Razão entre o Lucro Antes dos Juros e Tributos sobre o Lucro (LAJI) pelo LAJI deduzido das despesas financeiras	Perobelli et al. (2012)	+/-
Governança corporativa	<i>Dummy</i> que assume o valor 1 para empresas listadas nos três níveis de governança, e 0 caso contrário	Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011) e Ferreira, Santos, Lopes, Fonseca e Nazareth (2013)	+
Q de Tobin	Razão entre a soma do valor de mercado das ações da empresa mais a dívida onerosa pelo valor do Ativo Total	Beuren et al. (2014)	+

Fonte: Elaborado pelos autores. ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido; EBIT é o Retorno antes dos Juros e Tributos sobre o Lucro.

No tocante às variáveis de interesse, a Remuneração Fixa representa os valores fixos recebidos pelos gestores, dentre os quais estão o salário base, pró-labore, seguros de vida, planos de assistência médica, odontológica, social e/ou educacional, vale refeição, previdência privada, encargos, entre outras remunerações.

A Remuneração Fixa Ajustada representa todos os valores que compõem a variável RemFixa, retirando-se apenas os valores presentes na categoria Outras Remunerações Fixas do Formulário de Referência. Optou-se pela realização deste ajuste adicional uma vez que o campo outros valores fixos, no item 13.2 do Formulário de Referência, é de cunho obrigatório conforme Ofício Circular n. 01/2017 emitido pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM, que, em sua página 191, evidencia que o emissor deve evidenciar de forma segregada as contribuições a previdência oficial, INSS, que sejam ônus do empregador.

Assim, considera-se importante analisar a remuneração fixa de forma segregada já que 36,36% das companhias analisadas não apresentam os dados deste campo, podendo impactar no resultado da presente pesquisa.

A variável Remuneração Variável refere-se aos valores recebidos pelos executivos de forma variável incluída a participação nos lucros, resultados vinculados ao alcance de metas por desempenho, gratificação natalina, participações em assembleias, bônus, entre outros.

Stock Options é apresentada como uma variável *dummy*, em que se atribui 1 para empresas que apresentem remuneração baseada em ações e 0 para empresas que não façam uso desta remuneração. Perobelli et al. (2012) relatam que a concessão de opções de ações está diretamente relacionada com a geração de valor para os acionistas, ressaltando que o plano deverá ser concebido com o alinhamento de interesses.

No tocante às variáveis de controle, o Tamanho é representado pelo logaritmo natural do Ativo Total e é comumente utilizado em estudos financeiros (Choi, Saito & Silva, 2015). Zhou (2000) aponta que o tamanho da empresa tem relação com a remuneração dos executivos, pois as ações dos gestores são ampliadas, exercendo influência em vários colaboradores.

A Governança Corporativa está diretamente ligada ao desenvolvimento do mercado de capitais, de forma que a participação nos segmentos diferenciados pode ser uma alternativa para identificar o desempenho das empresas (Vieira et al., 2011). Ainda em relação à essa característica, Ferreira, Santos, Lopes, Fonseca e Nazareth (2013) descrevem que as entidades que adotam boas práticas, seja por regulamentos internos ou externos, são mais atrativas para investimentos e redução de custos. Por sua vez, o menor custo de capital influencia positivamente o desempenho financeiro, aumentando a rentabilidade e valor da entidade.

Para a variável Alavancagem, Melo (2017) aborda que as empresas com maiores níveis de alavancagem tendem a melhor remunerar seus executivos, posto que a alavancagem financeira atua como disciplinador, atenuando os conflitos de agência. Além disso, espera-se relação positiva entre alavancagem e desempenho: a maior utilização de capital de terceiros trazendo como consequência crescimento do resultado e valorização no preço das ações. Conforme relatado por Perobelli et al. (2012), a combinação ideal entre endividamento e uso de capital próprio pode minimizar os custos da dívida, propiciando, assim, a criação de valor.

Por fim, a variável Q de Tobin refere-se a um indicador de desempenho utilizado na literatura financeira calculado pela razão entre a adição do valor patrimonial e as dívidas e o Ativo Total. Está, segundo Perobelli et al. (2012), ligado às oportunidades de crescimento, sendo a diferença entre o valor de mercado e o valor de reposição de seus ativos atribuída a futuros investimentos em projetos das empresas podendo criar valor para as companhias.

4. Análise dos Resultados

4.1 Análise Descritiva

A Tabela 4 informa as estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Verifica-se que a capacidade de gerar lucro com os ativos que possui, em média, é positiva, apesar de baixa, considerando que é inferior a remuneração média da poupança ou da Taxa Selic (de acordo com o Banco Central do Brasil, a Taxa Selic Acumulada entre 01/01/2010 e 31/12/2017 é 226,55%, o que gera uma taxa anual média de 12,5% a.a.). Esse fato pode ser reflexo da crise financeira ocorrida no Brasil desde 2010, conforme evidenciam Lopes, Costa, Carvalho e Castro (2016) e Barbosa (2017).

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Obs.	Média	Des. Padrão	Mín.	Máx.
Valor Econômico Adicionado	1370	-496,018	4.151,789	-77.106,720	16.119,299
Retorno sobre o Ativo	1370	0,032	0,330	-10,350	2,212
Remuneração Fixa	1370	6,819	6,514	0,000	61,533
Remuneração Fixa Ajustada	1370	6,138	5,744	0,000	61,533
Remuneração Variável	1370	4,690	8,882	0,000	213,366
Stock Options	1370	0,323	0,468	0,000	1,000
Q de Tobin	1370	1,551	1,375	0,324	25,391
Tamanho	1370	14,617	1,943	5,345	19,661
Governança Corporativa	1370	0,656	0,475	0,000	1,000
Alavancagem	1370	0,957	2,054	-19,704	35,647

Fonte: Dados da pesquisa. Valor Econômico Adicionado, Remuneração Fixa, Remuneração Fixa Ajustada e Remuneração Variável estão expressos em milhões de reais.

Verifica-se que o valor médio do Valor Econômico Adicionado se apresenta de forma negativa, evidenciando que está havendo destruição de valor nas companhias no período analisado. Esse fato indica que as empresas não estão correspondendo às expectativas de seus investidores, à medida em que o custo de oportunidade e a precificação do risco estão superando os retornos auferidos, ratificando a ideia do baixo Retorno sobre o Ativo e dos efeitos da crise financeira.

Apesar disso, verifica-se que ainda há otimismo quanto ao desempenho futuro das empresas, posto que o valor médio do Q de Tobin supera a unidade, de forma que seus papéis estão sendo precificados por valores superiores aos de seus ativos. Ainda, 65,6% das companhias da amostra apresentam práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

É evidente o comportamento distinto entre companhias quanto às práticas de remuneração: embora a média da parcela variável é inferior à da parte fixa, ocasionado pela quantidade de empresas que não adotam aquela forma de pagamento para sua alta administração, a dispersão e o valor máximo para o esquema variável são consideravelmente superiores à da fixa.

4.2 Análise Econométrica

Para tentar identificar a relação entre remuneração de executivos e desempenho das companhias listadas na B3, foram estimados dois modelos de regressão, já que há ausência de dados sobre as outras remunerações fixas em algumas companhias analisadas.

Anteriormente à estimação, foi realizado o teste de Breusch-Pagan para verificar se existe efeito em painel, em que a hipótese nula considera que as variâncias entre os indivíduos são iguais a zero e a hipótese alternativa considera que existem diferenças significativas entre as companhias, devendo, assim, ser estimado em painel. Para todos os modelos estimados rejeita-se a hipótese nula, já que os valores calculados não excederam o valor crítico (5%).

Com os dados estimados em painel, foi verificado se os efeitos são fixos ou aleatórios, realizando-se o teste de Hausman (1978), em que a hipótese nula sugere utilizar o efeito aleatório. Para os dois casos com variável dependente Retorno sobre o Ativo, o modelo sugerido foi o de efeitos fixos; e, em decorrência da ausência de variabilidade da variável de Governança Corporativa, pela baixa mobilidade das firmas da amostra entre diferentes segmentos de listagem, foi necessária sua remoção. Para os dois modelos casos com o Valor Econômico Adicionado, o de efeitos aleatórios.

Ainda, não foi verificado um Fator de Inflação de Variância superior a 5,0 em qualquer modelo, de forma que não há indícios de multicolinearidade. Por fim, foi estimada a correlação entre as variáveis explicativas e o resíduo das regressões, a fim de analisar a possibilidade de que os modelos são endógenos. Em função da ausência de normalidade das variáveis explicativas, foi utilizada a correlação de Spearman. Não foram detectados casos em que se tenha julgado necessária a exclusão de variável por altas correlações.

No caso específico dos modelos estimados por efeitos fixos, foi verificado, também, a heterocedasticidade, por meio do teste de Wald. O resultado do teste apontou que rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade, para os dois casos, tendo sido utilizado, assim, estimadores robustos. Os resultados dos quatro modelos são condensados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados da estimação dos modelos de regressão em painel

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
	ROA	ROA	EVA	EVA
Remuneração Fixa	-0,0056 (0,0045)		-0,6672*** (0,2022)	
Remuneração Fixa Ajustada		-0,0065 (0,0054)		-0,0691*** (0,0235)
Remuneração Variável	0,0001 (0,0009)	0,0000 (0,0010)	0,0149 (0,0099)	0,0133 (0,0098)
Stock Options	0,0071 (0,0363)	0,0074 (0,0363)	-44.347,3100 (232.813,6000)	-55.488,9200 (233.186,9000)
Q de Tobin	-0,0986 (0,0915)	-0,0986 (0,0915)	58.082,9300 (65.723,8900)	58.844,3900 (65.733,0000)
Tamanho	-0,0084 (0,0124)	-0,0081 (0,0124)	-85.545,27 (72.930,23)	-83.789,7600 (73.017,6300)
Governança Corporativa			571.431,7000 (594.388,8000)	548.970,9000 (598.924,4000)
Alavancagem	0,0012 (0,0021)	0,0011 (0,0021)	23.413,0200 (32.093,1700)	21.628,4000 (32.061,2800)
Constante	0,3415 (0,2423)	0,3401 (0,2420)	545823,8000 (1.096.933,0000)	516.541,5000 (1.099.087,0000)
Breusch-Pagan Test	28,70***	28,37***	847,54***	849,16***
Teste Wald Modificado	2,2e35***	1,9e35***		
Observações	1370	1370	1370	1370
Empresas	215	215	215	215

Fonte: Dados da pesquisa. Erros-padrão entre parênteses; ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os modelos 1 e 2 têm como variável dependente o Retorno sobre o Ativo e são estimados como regressão com dados em painel, efeitos fixos e robusto à heterocedasticidade, dado o resultado do Teste Wald Modificado. Os modelos 3 e 4 têm como variável dependente o Valor Econômico Adicionado (EVA) e são estimados como regressão com dados em painel e efeitos aleatórios.

Os resultados apresentados são consistentes entre os modelos, não tendo sido encontrada qualquer relação com significância estatística entre remuneração de executivos e o desempenho financeiro, medido pelo Retorno sobre o Ativo. Contudo, quando verificada a perspectiva da criação de valor, nota-se que a Remuneração Fixa impacta negativamente a geração de Valor Econômico Adicionado, sem que tenha sido estabelecida relação significativa com a remuneração variável ou a baseada em opções de ações. Nesse sentido, é oportuna a explicação de Fatemi et al. (2002), em que o Valor Econômico Adicionado pode ser explicado com base no sistema de remuneração, embora aqui tenha-se captado efeito relacionado apenas a Remuneração Fixa, ao contrário do referido estudo.

Assim, deduz-se que enquanto a remuneração variável não tem sido mostrado suficiente para direcionar a qualidade do gerenciamento das companhias, isto é, não possui relação sistemática com o desempenho financeiro, também nota-se que a atribuição de possibilidade de participação para os executivos, na forma das opções de ações, também não tem sido exitosa. Essa segunda parcela pode decorrer da qualidade dos planos de opções de ações, isto é, da qualidade da negociação realizada - caso o valor de exercício seja uma meta impossível ou inatingível, não deverá ter efeito sobre o desempenho da companhia.

Por outro lado, foi verificado que a concessão de remuneração fixa pode ser prejudicial para a gestão empresarial, à medida em que impacta negativamente na criação de valor para os acionistas. Dado o fato de que não há relação direta entre o desempenho financeiro da companhia e a percepção de melhores remunerações no período, há um incentivo duvidoso para a aceitação e projetos com maior nível de risco e melhores retornos associados.

Esse fenômeno pode ser devido à baixa rentabilidade média das empresas da amostra e o fato de que, em média, está se destruindo valor na bolsa de valores brasileira, apesar do argumento de Hart e Holmström (2016) de que nem sempre se deve atrelar a remuneração da alta administração ao desempenho financeiro da empresa, posto que a performance da empresa pode ter sido afetada, positiva ou negativamente, por condicionantes externos e não pelo esforço dos agentes.

Assim, os resultados apresentados corroboram os achados de Marcon e Godoi (2004), Beuren et al. (2014) e Fernandes e Mazzioni (2015), que não conseguiram estabelecer relação entre o Desempenho e a remuneração da alta administração. Ainda, os resultados ora apresentados contrapõem os achados de Wet (2012), que afirma que existe relação entre a remuneração e o Valor Econômico Adicionado, e Medeiros et al. (2017), que evidenciam que a concessão de *stock options* está relacionada a criação de valor das companhias.

Importa destacar, por fim, que, ao contrário do estudo de Beuren et al. (2014), em que há alinhamento entre os indicadores de mercado e a remuneração, não foi verificada relação da visão dos agentes - tomada como o Q de Tobin - com o desempenho ou com a criação de valor.

5 Considerações Finais

Considerando que a remuneração dos executivos pode fornecer o devido suporte para o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, o presente estudo teve por objetivo investigar se a remuneração dos executivos exerce influência na criação de valor e no desempenho das companhias listadas na B3. Parte-de concepção de que há, no sentido da Teoria da Agência, aprimoramento entre o alinhamento de interesses de Agentes e Principais, por meio do emprego de diferentes estratégias de remuneração.

Nesse sentido, era esperado que as formas vinculadas a lucratividade da companhia - a Remuneração Variável e a Stock Options - incrementassem o desempenho e a criação de Valor, o que não foi constatado, evidenciando a ausência, na média das companhias, da eficácia desses mecanismos no cenário brasileiro.

Contudo, o efeito para a Remuneração Fixa foi diverso. Embora não haja relação significativa com o Retorno sobre o Ativo, impacta negativamente a criação de valor. Enquanto o Retorno sobre o Ativo mede a relação da lucratividade operacional ocasionada pelo conjunto dos ativos da companhia, o Valor Econômico Adicionado interpreta o quanto está sendo gerado para os acionistas a partir do investimento por eles realizado. Se entendidos os fatores Ativo Total e Patrimônio Líquido como fatores de escala, a relação dar-se-á por Lucro Operacional contra um prêmio sobre o Lucro Líquido em relação ao custo de capital próprio, demandado pelos acionistas.

Assim, o Valor Econômico Adicionado excede o Retorno sobre o Ativo parcialmente por incorporar o efeito dos tributos sobre o lucro e do resultado com juros e em parte pelo efeito sobre o custo do capital próprio, que reflete, segundo a metodologia do *Capital Asset Pricing Model*, a composição da taxa livre de risco com um prêmio pelo risco corporativo. Destarte, o efeito da compensação fixa deve estar afetando um desses componentes.

Especificamente, postula-se que a adoção das políticas de remuneração fixa esteja relacionada com a política de gestão de riscos da companhia, dada a importância para a formulação do custo de capital próprio, ou com os elementos da estrutura de endividamento - geradora de despesas financeiras e tradicionalmente relacionada com a gestão dos tributos sobre o lucro via *tax shield*. Estudos futuros podem testar se há relação direta entre esses componentes, como presentemente explanado.

Ademais, verificou-se que as companhias brasileiras apresentaram, em média, destruição de valor ao longo do período analisado (2010-2017), fato este que pode ser justificado pelo cenário econômico não favorável no país conforme as sucessivas quedas do produto interno bruto (Lopes et al., 2016; Barbosa, 2017). Foi observado que as empresas têm, em média, um Retorno sobre o Ativo positivo, contudo o valor do retorno sobre os ativos é próximo de zero, corroborando a mesma perspectiva sobre a crise financeira enfrentada.

Assim, pode-se considerar que esta destruição de valor por parte das empresas ao longo do período analisado (2010-2017), bem como o baixo desempenho econômico financeiro, podem ter sido influentes para que as *proxies* de remuneração de executivos não exercessem influência significativa no Retorno sobre o Ativo e no Valor Econômico Adicionado.

Como limitações do estudo, considera-se que não foram implementados testes de robustez com outras *proxies* para desempenho financeiro e criação de valor. Nesse sentido, para estudos futuros, recomenda-se analisar outras *proxies* como a variação no valor de mercado das firmas e MVA. Ademais, também considera-se interessante captar informações não apenas em períodos de recessão econômica, uma vez que este pode influenciar diretamente nas relações investigadas.

Referências

- Barbosa, F. de H., Filho. (2017). A Crise Econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-89.
- Bebchuk, L., & Grinstein, Y. (2005). The growth of executive pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283-303.
- Beuren, I. M., Silva, M. Z. da, & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES*, 13(2), 8-25.
- Bilimoria, D. (1997). Perspectives on corporate control: Implications for CEO compensation. *Human Relations*, 50(7), 829-858.
- Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009* (2009). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro. 2009. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.
- Ofício-Circular CVM/SEP 01/17, de 23 de fevereiro de 2017* (2017). Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas estrangeiras e incentivadas. Rio de Janeiro. 2017. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0117.html>.
- Choi, D. Y., Saito, R., & Silva, V. A. B. (2015). Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 249-269.

- Eisenhardt, K. M. (2015). Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão. *Revista de Governança Corporativa*, 2(1), 1-36.
- Fatemi, A., Desai, A. S., & Katz, J. P. (2003). Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal*, 14(2), 159-179.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.
- Ferreira, R. do N., Santos, A. C. dos, Lopes, A. L. M., Fonseca, R. A., & Nazareth, L. G. C. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 134-164.
- Hart, O., & Holmström, B. (2016). *The Nobel Prize: Contract Theory*. Sweden: The Royal Swedish Academy of Sciences.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them [Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004] Harvard Business School, Massachusetts, US. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.561305>.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3), 259-273.
- Lopes, P. F., Costa, D. F., Carvalho, F. de M., & Castro, L. G. de, Jr. (2016). Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Um Estudo das Crises de 2008 e 2012. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 105-121.
- Marcon, R., & Godoi, C. K. (2004). Desempenho financeiro das empresas e remuneração por stock options: um estudo multissetorial. *Revista de Administração Fapes*, 3(1), 59-76.
- Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2018) *Análise avançada das demonstrações contábeis: Uma abordagem crítica*. 2 ed. São Paulo: Atlas.
- Medeiros, V. C. de, Azevedo, Y. G. P., Gomes, A. M., & Freitas, R. M. de, Neto. (2017, julho). Stock Options e a Criação de Valor para as Companhias Listadas na BM&FBovespa. *Anais do Congresso USP International Conference In Accounting*. São Paulo, SP, Brasil, 17. Recuperado de <https://congressosp.fipecafi.org/anais/AnaisCongresso2017/congressao-consultar-trabalho-por-titulo.html>.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V., & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32-44.

- Melo, C. M. M. D. de. (2017). *Remuneração de executivos e persistência do desempenho econômico-financeiro: um estudo no mercado acionário brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, Brasil.
- Nunes, A. de A. (2008). Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. *Revista Base*, 5(1), 32-41.
- Perobelli, F. F. C., Lopes, B. de S., & Silveira, A. D. M. da. (2012). Planos de Opções de Compra de Ações e o Valor das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 105-147.
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2017). Remuneração de Executivos: Uma Análise dos Artigos Nacionais e Internacionais na Última Década. *Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 265-283.
- Sigler, K. J. (2011). CEO compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 31(1), 1-8.
- Shiwakoti, R. K. (2012). Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. *Accounting & Finance*, 52(1), 213-235.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D. P., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 49-67.
- Wet, J. H de. (2012). Executive compensation and the EVA and MVA performance of South African listed companies. *Southern African Business Review*, 16(3), 57-80.
- Wong, S. C. Y. (2009). Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform [Northwestern Law & Econ Research Paper No. 10-32] Northwestern University School of Law, Illinois, US. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1409370
- Zhou, X. (2000). CEO pay, firm size, and corporate performance: Evidence from Canada. *Canadian Journal of Economics*, 33(1), 213-251.