

## **Mecanismos de Remuneração e Desempenho das Companhias. Uma Análise Empírica das Empresas Listadas na B3.**

**Victor Hugo Teodoro Ferreira de Sousa**

**Antonio Sergio Torres Penedo**

**Vinicius Silva Pereira**

### **Resumo**

O objetivo do artigo foi de tentar compreender, como as várias maneiras utilizadas pelas companhias de capital aberto de remunerar seus gestores podem exercer uma influência no desempenho da firma. Para tal, foram utilizadas regressões Múltiplas com dados em painel. A amostra da pesquisa conta com empresas brasileiras ativas que negociaram ações na B3 no período entre 2010 e 2017. Os mecanismos de remuneração foram representados pelo (1) Salário Médio; (2) proporção do salário variável e (3) Remuneração baseada em ação. Para mensurar o desempenho da empresa foi usado indicadores financeiros (ROA, ROE e LPA). Os Resultados permitem afirmar que há relação entre os mecanismos usados para remunerar os gestores e os indicadores de desempenho. Além disso, ambos tipos de incentivos afetam positivamente o desempenho, confirmando a teoria de alinhamento de interesse entre agente e principal.

Palavras-chave: Teoria da Agência; Desempenho; Mecanismo de Remuneração;

### **Abstract**

The purpose of the article was to try to understand how the various ways public companies can remunerate their managers can influence the firm's performance. For this, multiple regressions with panel data were used. The survey sample includes active Brazilian companies that traded shares in B3 between 2010 and 2017. The compensation mechanisms were represented by (1) Average Salary; (2) proportion of variable salary and (3) share-based compensation. To measure the performance of the company, financial indicators (ROA, ROE and LPA) were used. The results show that there is a relationship between the mechanisms used to remunerate managers and performance indicators. In addition, both types of incentives positively affect performance, confirming the theory of alignment of interest between agent and principal.

Keywords: Agency Theory; Performance; Compensation Mechanism;

## **1. Introdução**

A abordagem de uma teoria sobre o conflito entre os agentes das companhias, tratados inicialmente por Coase (1932) e aprimorado por Jensen e Meckling (1976), no qual o principal (proprietário da firma) contrata e delega a função de decisão a um agente (executivos), causa um choque de interesse, uma vez que a maximização de suas utilidades pessoais, na grande maioria das vezes, tende a ser diferente.

Este desalinhamento ocorre, pois, a aversão ao risco incide diferentemente no agente e no principal. Enquanto o proprietário consegue diversificá-lo buscando outros empreendimentos os gestores ficam impossibilitados de mitigar os riscos. Neste sentido, a participação acionária dos administradores se relaciona com o valor da empresa (Morck; Sheifer & Vishny, 1988).

Entretanto, para que a empresa consiga ter um bom desempenho é impreterível convergir os interesses entre os gestores e acionistas. A governança corporativa identifica vários aspectos relacionados a essas divergências. Neste sentido, várias pesquisas (Murphy, 1999; Gshoal, 2005; Barros & Krauter, 2013; Carvalho Da Silva, 2015) têm sido realizadas para investigar se existe uma ligação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Com isso, buscar mecanismos remuneratórios que sejam capazes de mitigar os conflitos de agência (Aguilar et al., 2012; De Souza; Cardozo & Cunha Vieira, 2017).

La porta et al. (1998/1999), pesquisou os impactos dos regimes legais e a estrutura de propriedade nas finanças corporativas em vários países do mundo. Suas conclusões são que ambientes de fraca proteção legal ou que a centralizam dos ativos em posse de poucos, são fatores que propiciam a expropriação dos acionistas.

Segundo Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) as empresas brasileiras encontram-se em um cenário de baixa proteção e também são caracterizadas por uma alta concentração da propriedade e grande parte advinda de estruturas societárias familiares. Além disso, ainda contam com a possibilidade de emitir ações sem direito a voto, o que aumenta a concentração do controle da companhia. Por mais que esse cenário possa ser benéfico no sentido de

monitoramento dos gestores, o que se tem visto no país é uma maior possibilidade de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (Caixe & Krauter, 2013).

Os achados de Peixoto e Buccini (2013), demonstram que apesar da concentração de controle e a separação deste e da propriedade das empresas do país estar diminuindo, o cenário se mostra de alta concentração. Também foi visto, que a concentração do controle está relacionada negativamente com o desempenho e valor da firma.

Não obstante, Braga, Lima e Diaz (2007), acrescenta que um dos maiores obstáculos das companhias no ambiente competitivo atual é a gestão de pessoas. Juntamente com a necessidade de separação das funções entre proprietários e administradores, o desafio se torna ainda maior. Neste sentido, propor uma maneira de remunerar os gestores que consiga incentiva-los a buscar o melhor desempenho da empresa é fundamental para os donos das empresas (Fama & Jensen, 1996; Bebchuk; Fried, 2003; Gonzaga; Yoshinaga & Eid Junior, 2013).

Diante destes conflitos acerca dos modos como se comportam acionistas e gestores diante de interesses difusos, juntamente com as peculiaridades inerente ao mercado brasileiro, este estudo investiga se a maneira de remunerar financeiramente os executivos tem uma relação com o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

O principal intuito desse artigo é averiguar se os mecanismos de remuneração utilizados pelas companhias conseguem afetar seu desempenho. Mais especificamente investigar se o (1) se uma maior remuneração; (2) o uso de remuneração atrelada a metas e resultados e (3) utilizar as ações da própria empresa como pagamento, consegue corroborar para o alinhamento de interesses entre proprietário e acionistas e influenciar no desempenho da companhia.

Esta pesquisa se justifica pelas especificidades que norteiam o mercado de capitais brasileiro e também pelas divergências acerca da governança corporativa e remuneração dos gestores. Como diferencial sobre outros estudos do tema, que em geral utilizam um índice representando algumas empresas e um período curto, foi usado uma amostra com todas as empresas ativas que negociam ações na B3 juntamente com um período de oito anos.

## **2. Referencial Teórico**

Quando se trata do desempenho das empresas, geralmente refere-se ao desempenho econômico global da firma (Guerreiro, 1992; North & Hart, 2006). Porém, pode-se avaliar o desempenho por meio de vários índices contábeis e resultados analíticos das diversas atividades da empresa (Guerreiro, 1992; Murphy, 1999; De Camargo & Barbosa, 2005; Krauter, 2013).

Em finanças, vários são os estudos que buscam esclarecer como desempenho pode ser afetado por algumas estratégias das organizações. Para Decourt e Procionoy (2009) um aumento da distribuição de dividendos tem efeito positivo no desempenho. Segundo Silveira, Barros e Famá, (2003) a qualidade da governança corporativa tem relação direta com o desempenho. Já Floriane e Fleri (2012) acreditam que um maior grau de internacionalização proporciona um desempenho superior. Nakamura et al. (2007) estudaram a estrutura de capital e acharam uma relação negativa entre desempenho e alavancagem.

Todavia, as decisões estratégicas adotadas pelas empresas ficam a cargo de suas diretorias. Com isso, os acionistas buscam o melhor mecanismo para conseguir convergir os interesses pessoais dos diretores aos seus, para que a firma alcance um bom desempenho. Deste modo, como incentivar os gestores a maximizar a utilidade da empresa tem sido um tema recorrente na literatura desde a formalização da teoria da agência nos meados do século XX (Jensen & Murphy, 1990B; Gshoal, 2005; Krauter, 2013; Konrath; Lunkes, Gaspareto & Shonesbeerg, 2017).

Na Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) explicam que a propriedade e controle são designados a pessoas distintas com interesses diferentes. Assim, a relação entre agentes se baseia em um conjunto de contratos, implícitos e explícitos que envolvem todos os participantes da companhia, com o propósito de definir as funções e atribuições de cada um destes agentes.

Os autores supracitados já deixam clara a existência de um desalinhamento das pretensões entre o contratado e o principal, uma vez que a maximização da utilidade individual de cada um é distinta. Conforme Eisenhardt (1989) enquanto o agente se mostra avesso ao risco por não poder diversificá-los (esta preso aos contratos), esse fator não é visto nos principais, que conseguem pulverizar seus investimentos.

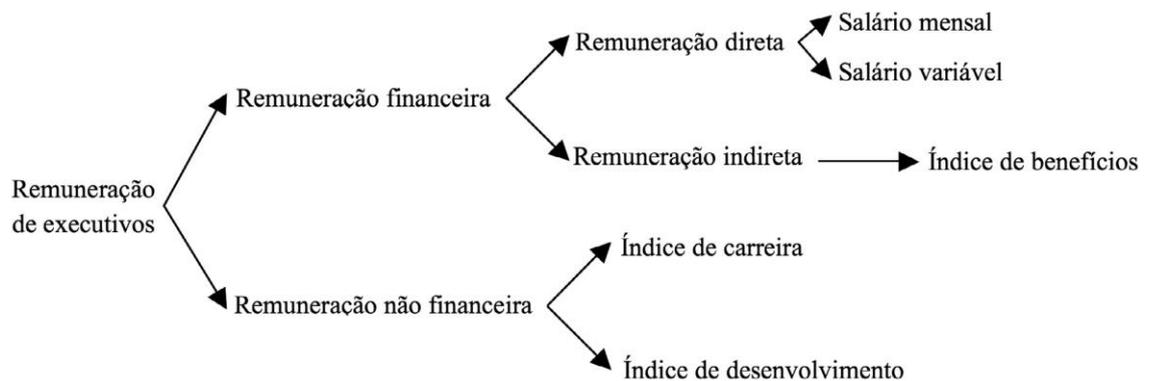
Apesar de os gestores estarem submissos aos acionistas juridicamente, eles detêm mais informações sobre os negócios das empresas, visto que são os responsáveis pelas decisões

gerenciais. Essa assimetria de informação é ainda maior quando se trata de acionistas minoritários (ALBANEZ; VALLE, 2009).

Neste Sentido, Koraht et al. (2018) explicam que não há uma supremacia total que pende para um dos lados nessa relação, o que faz com que quanto maior forem os conflitos entre as agentes mais custos vão ser gerados para a empresa.

Além disso, os proprietários têm que buscar um mecanismo para alinhar os interesses dos diretores e acionistas da empresa (Jensen & Murphy, 1990a). Krauter (2009) defende que existem dois tipos de incentivo para gestores, as remunerações financeiras e as remunerações não financeiras. A figura abaixo ilustra melhor essa relação:

Figura 1: Remuneração dos Executivos



Fonte: Krauter (2009, p. 44)

Para Carlon, Downs e Wert-Gray (2006), os aspectos não financeiros da remuneração, como desenvolvimento pessoal e profissional e uma maior segurança, se tornam atrativos aos trabalhadores. Entretanto, mesmo que regularmente usado pelas empresas, são fatores que tem sido ignorado pelos estudos acerca de incentivos.

Por outro lado, os incentivos por meio da remuneração financeira é um tema bastante recorrente na literatura. Os estudos buscam identificar como a composição da remuneração direta, a proporção entre salário fixo e salário variável, pode afetar o estímulo da diretoria por melhores resultados organizacional (Jensen & Murphy, 1990b; Wowak & Hambrick, 2010; Fernandes & Mazzone, 2015).

Segundo Oskan (2007), essa estratégia consiste em utilizar sistemas que proponham metas a serem atingidas, e recompensar os gestores financeiramente ao conseguir cumpri-las.

A explicação de Nascimento et al. (2012) é que o trabalhador precisa ser motivado, e quanto maior for a parte variável do seu salário, mais comprometido com o resultado organizacional ele vai estar.

Bebchuk e Fried (2005), relatam que nos Estados Unidos os incentivos financeiros estão longe de alinhar os interesses entre os executivos e os acionistas. Estes achados estão associados a outros resultados de pesquisas pelo mundo como de Firth et al. (1996) na Europa, Conyon e He (2011) na China e Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013) no Brasil.

Os incentivos aos gestores como uma maneira de mitigar os conflitos existentes na relação de agencia, e tentar sincronizar os interesses entre diretoria e acionistas ainda gera divergências. Deste modo o este artigo se baseia no estudo de Gozanga et al. (2013) e formula a seguinte hipótese:

**H1: Existe relação entre o desempenho financeiro da empresa e os salários médios dos gestores**

**H2: Existe relação entre o desempenho financeiro da empresa e a proporção variável dos salários dos gestores**

Não obstante, dentro da remuneração financeira há também a remuneração indireta. Esta é composta por benefícios, geralmente bônus que são auferidos por algum objetivo extra/específico da firma. Estes mecanismos tem o intuito de prover vantagens de longo prazo aos trabalhadores, buscando diminuir o horizonte temporal com a empresa (Dalmacio; Rezende & Slomski, 2009; Tinoco; Rossi & Portugal, 2015).

Conforme Larini et al. (2015), um exemplo da remuneração de longo prazo é o processo de remuneração com base na opção de ações. Onde, além de incitar os gestores à busca melhores resultados, ainda proporciona uma permanência em busca de crescimento futuros, os aproximando da empresa.

Outro fator que também aparece nos balanços contábeis brasileiros é a remuneração pós-emprego. São pagamentos que atrelam os executivos a empresa ao longo do tempo como cláusulas previstas em contrato de não concorrência e previdência privada (Miranda; Tomé & Gallon, 2011).

Bird (2018), entende, que no Canadá, devido a suas características tributárias, a utilização de opções de ações como remuneração dos executivos, esta mais ligada a uma

alternativa de fuga de taxaço de renda alta dos funcionários, do que uma aproxima o com os objetivos da firma.

Hasegawa, Kim e Yusada (2017) pesquisaram a rela o entre pagamentos baseado em a es e desempenho financeiro. No geral, os resultados não suportam a visão, pelo menos no contexto japonês, de que as op es de a es podem funcionar como incentivo para melhorar o desempenho da empresa.

Por outro lado, Tang (2012), propôs uma modelo para estimar os efeitos de incentivo de op es de a es executivas. Os achados mostram que uma um pagamento continuo incentiva os gestores a buscarem uma melhor performance da firma e alcançar uma valoriza o futura.

Neste sentido, este artigo também investiga se as empresas que utilizam essa estratégia de remunera es de longo prazo e conseguem obter um melhor desempenho. Seguindo os passos do estudo de Rizzati, De Souza e Borba (2018) supõe-se que:

**H3: Existe rela o entre o desempenho financeiro da empresa e a remunera o baseada em a es**

### **3. Procedimentos Metodológicos**

Este artigo   caracterizado como uma pesquisa descritiva, tendo em vista que seu intuito   buscar um conhecimento mais a fundo sobre o tema, e tentar melhor elucidar os conceitos que tem sido discutido na literatura. Também   classificado como quantitativo, pois visa mensurar os efeitos da rela o entra variáveis financeiras (Beuren, 2003).

Primeiramente foi feita uma análise informal das variáveis que compõe a amostra. Por meio de gráficos *boxplot*, foram detectados pequenos *outliers*. Para tentar diminuir qualquer efeito que possa influenciar o trabalho, foi utilizada a *winsoriza o* de 2,5% em todas as variáveis explanatórias e nas variáveis de controle.

A técnica utilizada para testar as hipóteses do artigo foi regressão múltipla com dados em painel. Para Gujarati e Poter (2011), essa técnica estatística se mostra eficaz em estudos que medem várias unidades amostrais em diferentes períodos de tempo. Essa op o permite que se façam inferências na rela o entre as variáveis independentes com a variável dependente.

Para elaborar os modelos deste artigo, primeiramente foram feitos vários testes estatísticos. Breusch-Pagan, Teste De Chow e o Teste de Hausman (para escolher o modelo mais adequado aos dados); Shapiro-Wilk (normalidade dos resíduos); Wald (heterocedasticidade) Woodridge (autocorrelação).

A amostra desta pesquisa é composta todas as empresas brasileiras ativas de capital aberto que tem seus ativos negociados na B3. Por motivos de peculiaridades nas demonstrações contábeis, foram retiradas da amostra as empresas financeiras. Essa escolha se deve ao fato do escopo do trabalho ser o mercado brasileiro, e a obrigação de demonstrações contábeis serem somente das empresas com capital aberto.

Quanto ao tempo, o estudo inclui os exercícios financeiros de 2010 a 2017. Esse período se justifica pelo uso de dados referentes a remuneração, os quais só foram de demonstração obrigatória no formulário de referência entregue a CVM a partir do ano de 2010.

Os dados que foram utilizados são todos de fontes com caráter secundário. Para conseguir os dados referentes ao desempenho financeiro das firmas e as variáveis de controle, recorreu-se ao software Economatica. Já em relação às estratégias e valores remuneratórios, a coleta se deu por meio do formulário de referência (publicação obrigatória pela CVM) de cada empresa e disponível no site da B3.

Para mensurar o montante da remuneração utilizou-se a média dos salários anuais da diretoria. A *proxy* para representar o Incentivo Financeiro será a razão entre a remuneração variável e a remuneração total e também a razão entre o valor da remuneração baseada em ações e a remuneração total. (Krauter, 2013; Gonzaga et al., 2013).

O quadro a seguir descreve as variáveis explanatórias para os modelos, essas variáveis são utilizadas na maioria dos estudos para representar o desempenho (Krauter, 2013; Gonzaga et al., 2013; Souza et al., 2017; Konrath et al., 2018). Também sintetiza as variáveis de controle e as dependentes utilizadas para averiguar a relação.

Quadro 1: Descrição das Variáveis

Nome	Descrição	Formula	Sinal Esperado	Autor
<b>RM</b>	Remuneração Média	Log da razão entre remuneração total e número de membros da diretoria.		3,4
<b>INF</b>	Incentivo Financeiro	Razão entre a remuneração variável e a remuneração total		1,4
<b>RBA</b>	Incentivo por Ação	Razão entre a remuneração baseada em ação e a remuneração total		2,5,6
<b>ROE</b>	Retorno sobre o Patrimônio	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	+	1,2,3,5
<b>ROA</b>	Retorno do Ativo	Retorno sobre o Ativo Total.	+	1,2,3
<b>LPA</b>	Lucro por Ação	Lucro por ação, proxy para desempenho da empresa $i$ , no período $t$ .	+	1,3
<b>TAM</b>	Tamanho	Logaritmo natural do ativo total	+	1,3
<b>ALV</b>	Alavancagem	(Dívida de curto prazo/ Ativo total) + (Dívida de longo prazo/Ativo total)	+	2,4
<b>LIQ</b>	Liquidez	Liquidez Corrente da empresa $i$ , no período $t$	+	2
<b>SET</b>	Setor	Variável Categórica transformada em <i>Dummy</i> de controle		

**Nota.** (a) (1) Gonzaga et al. (2013);(2) Souza et al.( 2017);(3) Krauter (2013); (4) Konrath et al. (2018);(5) Dalmacio et al. (2009); (6) Politelo et al., (2014).

#### 4. Análise dos resultados.

Tabela 1: Estatística descritiva do Artigo 2

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Maximo
ROE	2135	2,977	25,28	-80,06	36,92
ROA	2500	-2,872	21,33	-82,72	17,66
LPA	2496	-2,795	18,17	-89,08	30,20
RM	2111	13,84	1,35	4,43	17,78
INF	2107	0,234	0,211	0	0,709
RBA	2096	0,085	0,248	0	1
PRBA	2096	0,347	0,476	0	1
RPE	2113	0,229	0,420	0	1
TAM	2,496	13,977	2,652	4,823	17,816
AVL	2,481	3,484	8,037	0,799	46,69
LIQ	2,491	1,268	5,994	-20,12	22,26

*Nota.* ROE = Retorno sobre o Patrimônio; ROA = Retorno sobre o Ativo; LPA = Lucro por Ação;; RM = Remuneração média; INF = Incentivo Financeiro; RBA = Remuneração Baseada em Ação;; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez

A tabela 1 traz a análise descritiva referente à composição dos dados dos modelos propostos. Onde, os números discriminam a quantidade de observações, média, desvio padrão, máximo e mínimo.

As variáveis que representam o desempenho, mesmo que eles apresentem alguns anos com índices positivos, em termos gerais as médias são negativas. Aparentemente isto poderia representar um período não prospero para o mercado brasileiro. No entanto, os valores mínimos exibem que essa média negativa é puxada por algumas firmas.

No que tange as *proxies* de remuneração, fica claro a existências de empresa que não utilizam nenhum artifício de incentivo financeiro. Proporcionando aos seus trabalhadores o pagamento dos salários somente por valores fixo. Todavia, quase um quarto do montante de remuneração da nossa amostra é de remuneração variável.

Tabela 2: Correlação das Variáveis

	<u>RM</u>	<u>INF</u>	<u>RBA</u>	<u>ROE</u>	<u>TAM</u>	<u>LPA</u>	<u>ROA</u>	<u>ALV</u>	<u>LIQ</u>
<b>RM</b>	1,00								
<b>INF</b>	0,453** *	1,00							
<b>RBA</b>	0,205** *	-0,028	1,00						
<b>ROE</b>	0,105** *	0,171*	0,049	1,00					
<b>TAM</b>	0,430** *	0,326** *	0,227** *	0,42***	1,00				
<b>LPA</b>	-0,01	0,038	-0,001	0,111** *	0,001	1,00			
<b>ROA</b>	0,024	0,02	0,026	0,067** *	0,194** *	0,135** *	1,00		
<b>ALV</b>	0,13	0,20	0,005	-0,008	-0,007	0,005	-0,01	1,00	
<b>LIQ</b>	- 0,10***	-0,05	-0,01	-0,26*	- 0,23***	0,006	-0,01	-0,01	1,00

*Nota.1* - ROE = Retorno sobre o Patrimônio; RA = Retorno sobre o Ativo; LA = Lucro por Ação; RM = Remuneração média; INF = Incentivo Financeiro; RBA = Remuneração Baseada em Ação; PRBA = Dummy para Remuneração Baseada em Ação; RBE = Dummy para Remuneração Pós Emprego; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez - *Nota.2* Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%.

Ainda abordando os aspectos descritivos das variáveis, a tabela 2 representa a matriz de correlação. Os dados demonstram que as variáveis independentes possuem baixas correlações entre si, o que corresponde um bom indicador de baixa colinearidade. Para confirmar, foi feito o teste de multicolinearidade com (VIF médio = 3,5), e de acordo com a Regra de ouro VIF individual ou médio acima de 10 não se tem problema neste modelo.

Tabela 3: Remuneração Média X Desempenho Financeiro

Modelo 1	$RM_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 LA_{i,t} + \beta_4 Control + \varepsilon_{it}$		
	Efeitos Aleatórios	Shapiro-Wilk	0,0000
ROE	<b>0,0019552</b>	Breusch-Pagan	0,0000
ROA	<b>-0,000344</b>	Chow	0,0000
LPA	<b>0,00044</b>	Hausman	0,3050
TAM	<b>0,27866***</b>	Woodridge	0,0003
ALV	<b>-0,00313</b>	Wald	0,0000
LIQ	<b>0,00353</b>	R <sup>2</sup> ajustado	0,5863

*Nota.* - ROE = Retorno sobre o Patrimônio; RA = Retorno sobre o Ativo; LA = Lucro por Ação;; RM = Remuneração média; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez .Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação

A primeira regressão, discriminada na tabela 3, buscou analisar se o montante dos pagamentos aos diretores é capaz de influenciar o desempenho financeiro das companhias. Os resultados obtidos para as variáveis de desempenho não atingiram significância estatística, o que nos leva a rejeitar H1. Assim, não podemos reforçar os achados de Damardi (2011) e Krauter (2013).

Já em relação a variável que representa o tamanho, usada como controle no modelo, os números mostram uma relação positiva com o salário médio. Uma possível interpretação para este fato é que quanto maior a empresa mais complexo o dever dos diretores.

Tabela 4: Remuneração Variável X Desempenho Financeiro

Modelo 2	$INF_{i,t} = \beta_{0,i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 LA_{i,t} + \beta_4 Control_{i,t} + \varepsilon_{it}$		
	Efeitos Fixos	Shapiro-Wilk	0,0000
ROE	<b>-0,000124</b>	<b>Breusch-Pagan</b>	0,0000
ROA	<b>0,002195*</b>	<b>Chow</b>	0,0000
LPA	<b>0,0003604</b>	<b>Hausman</b>	0,0012
TAM	<b>0,26716*</b>	<b>Woodridge</b>	0,1211
ALV	<b>-0,001556</b>	<b>Wald</b>	0,0000
LIQ	<b>0,0095756</b>	<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,1329

Nota. - ROE = Retorno sobre o Patrimônio; RA = Retorno sobre o Ativo; LA = Lucro por Ação; RM = Remuneração média; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez- Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação.

A tabela 4 apresenta os resultados do modelo que busca investigar a relação entre incentivos aos gestores (remuneração variável dividido pela remuneração total da diretoria estatutária) com as variáveis de desempenho (ROE, ROA e LPA).

A partir da análise da tabela 4, constata-se que o Retorno sobre o Ativo total (ROA) apresenta uma pequena relação positiva com o incentivo financeiro, o que pode sugerir que quanto maior for a parte variável do salário dos gestores maior o desempenho da empresa. Neste sentido, os incentivos servem para alinhar os interesses entre os agentes.

Estes números confirmam empiricamente as suposições de alguns estudos empíricos contidas na literatura brasileira, as quais indicam que o uso da remuneração variável tende a estimular os gestores a investirem em projetos que maximizem o desempenho da organização. Com isso, nossos resultados não rejeitam H2 e corroboram com os estudos de Krauter (2013); Gonçalves et al. (2013) e De Souza et al. (2013).

Tabela 5: Remuneração Baseada em Ações x Desempenho

Modelo 3	$RM_{i,t} = \beta_{0,i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 LA_{i,t} + \beta_4 Control + \varepsilon_{it}$		
	Efeitos Aleatórios	Shapiro-Wilk	0,0000
ROE	<b>0,003968*</b>	<b>Breusch-Pagan</b>	0,0000
ROA	<b>0,000383</b>	<b>Chow</b>	0,0000
LPA	<b>-0,0009179</b>	<b>Hausman</b>	0,1034
TAM	<b>0,24058***</b>	<b>Woodridge</b>	0,0009
ALV	<b>0,001682**</b>	<b>Wald</b>	0,0000
LIQ	<b>0,000381</b>	<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,1111

Nota. - ROE = Retorno sobre o Patrimônio; RA = Retorno sobre o Ativo; LA = Lucro por Ação; RBA = Remuneração Baseada em Ação; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez - Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação.

O terceiro modelo, delineado na tabela 5, buscou averiguar se os incentivos financeiros baseados em ação e (RBA/RT) são capazes de afetar o desempenho da empresa. Os resultados mostram uma relação direta com o retorno sobre o patrimônio líquido. O que nos permite não rejeitar a H3, apresentando relação estatisticamente significativa desse tipo de remuneração ao desempenho.

Nossos achados vão ao encontro ao pressuposto na revisão literária, como os estudos de Tang (2012) e Rizzati, De Souza e Borba (2018). Seguindo a ideia de no qual, quanto maior a proporção de ações paga aos gestores como parte do seu salário, maior o será o estímulo e maior tende a ser a desempenho da companhia.

## **5. Considerações Finais**

Esse artigo buscou investigar se mecanismo de remuneração, conseguem mitigar os conflitos de agências existentes dentro das companhias, e se com isso seria possível atingir um melhor desempenho. Para esta investigação foram analisados o salário médio; os efeitos da proporção da remuneração variável e os efeitos de utilizar a remuneração baseada em ação como estratégia.

A primeira averiguação foi baseada no montante de remuneração por membro da diretoria. Porém, nada pode ser confirmado para essa relação, visto que não houve significância estatística nem em 1%,5% ou 10%.

Posteriormente, uma segunda análise mostrou uma relação em que quanto maior for a parte variável dos salários dos gestores maior seria o retorno sobre o ativo total. Com isso, podemos considerar que atrelar a remuneração a metas e resultado é eficiente para que a empresa atinja um melhor desempenho.

No que se se refere à de remuneração baseada em ações para a diretoria estatutária da empresa. Os resultados indicaram que essa estratégia se mostra efetiva, a relação com o lucro operacional foi positiva. Uma possível explicação está no fato de que tornar os gestores detentores de ações da companhia, é capaz de alinhar os interesses entre principal-agente.

As diferenças entre os indicadores de desempenho (ROE E ROA) que foram influenciados pelos artifícios de remuneração, consiste na quantidade de capital de terceiros utilizados pela firma. O que nos leva a crer, que a as políticas de pagamento da empresa devem estar em consonância com seu planejamento estratégico.

Vale ressaltar que todos os modelos são apresentados nesse artigo, o tamanho da empresa, usada no controle da regressão, se mostrou fortemente relacionado com as variáveis dependentes. Isso nos leva a crer que a medida que a empresa cresce ela aprimora seus mecanismos de remuneração.

Nossos achados nos permitem afirmar que há relação entre os mecanismos usados para remunerar os gestores e os indicadores de desempenho. Assim, podemos corroborar os estudos de Gonzaga *et al.* (2013); (2) De Souza *et al.*, (2017); Krauter (2013) e Konrath *et al.* (2018).

Este trabalho tem como o principal limitador, a falta de qualidade dos formulários de referência enviados a CVM, que nem sempre passam as informações com clareza. Assim, fica como meta para um próximo estudo, aumentar os índices para mensurar o desempenho, como também mostrar a influência de outros fatores de governança corporativa nessa relação.

### Referencias.

Aguiar, A. B. D., Teixeira, A. J. C., Nossa, V., & Gonzaga, R. P. (2012). Associação entre sistema de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 40-54.

BEUREN, I. M. (2003). Trajetória da construção de um trabalho monográfico em contabilidade. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*, 2.

Barros, P., & Carvalho, A. (2015). Do firms controlled by private equity pay higher executive compensation?. *Corporate Ownership & Control*, 12(4), 364-370.

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92.

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2005). Pay without performance: Overview of the issues. *Journal of applied corporate finance*, 17(4), 8-23.

Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108.

Carvalho-da-Silva, A., & Leal, R. (2004). Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Frontiers in Finance and Economics*, 1(1), 1-16.

Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Overview: corporate governance in Latin America. *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*, 1-84.

Bird, Andrew, (2018), Taxation and executive compensation: Evidence from stock options, *Journal of Financial Economics*, 127, issue 2, p. 285-302, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:127:y:2018:i:2:p:285-302>.

Decourt, R. F., & Procianny, J. L. (2012). O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs (The Payout Decision-Making Process of Brazilian Listed Companies: A CFO Survey). *Revista Brasileira de Finanças*, 10(4), 461.

Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153..

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

Carlson, D. M., Downs, A. A., & Wert-Gray, S. (2006). Statistics as fetishes: The case of financial performance measures and executive compensation. *Organizational Research Methods*, 9(4), 475-490.

Do Nascimento, C., Franco, L. M. G., & Cherobim, A. P. M. S. (2012). Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 22-36.

Firth, M., Lohne, J. C., Ropstad, R., & Sjo, J. (1996). The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway. *Managerial and Decision Economics*, 17(3), 291-301.

Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management learning & education*, 4(1), 75-91.

Gonzaga, R. P., Yoshinaga, C. E., & Junior, W. E. (2014). Relação Entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(3), 103-118.

Guerreiro, R. (1992). Um modelo de sistema de informação contábil para mensuração do desempenho econômico das atividades empresariais. *Caderno de estudos*, (4), 01-19.

Hasegawa, N., Kim, H., & Yasuda, Y. (2017). The adoption of stock option plans and their effects on firm performance during Japan's period of corporate governance reform. *Journal of the Japanese and International Economies*, 44, 13-25.

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. (1990A). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990B). CEO incentives—It's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 64-76.

Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3).

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.

Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Rae-Revista De Administracao De Empresas*, 52(1), 24-39.

MARLON KONRAHT, J. O. N. A. T. A. N., JOÃO LUNKES, R. O. G. É. R. I. O., Gasparetto, V., & Schnorrenberger, D. (2018). Remuneração variável, um estudo da relação com indicadores financeiros das companhias abertas brasileiras. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 26(1), 209-224.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.

Politelo, L., Kaveski, I. D. S., Chiarello, T. C., & Silva, T. P. D. (2014). Propriedade familiar e remuneração baseada em ações da diretoria das empresas brasileiras. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL*, 183-201.

Rissatti, J. C., de Souza, J. A. S., & Borba, J. A. O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*.

Shinozaki, S., Moriyasu, H., & Uchida, K. (2016). Shareholder composition and managerial compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(5), 1719-1738.