



University of  
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Universitário Santo Agostinho

# revistafsa

[www4.fsnet.com.br/revista](http://www4.fsnet.com.br/revista)

Rev. FSA, Teresina, v. 20, n. 8, art. 5, p. 84-110, ago. 2023

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2023.20.8.5>

DOAJ DIRECTORY OF  
OPEN ACCESS  
JOURNALS

WZB  
Wissenschaftszentrum Berlin  
für Sozialforschung



## A Remuneração de Executivos e o Desempenho das Empresas não Financeiras da B3

### Executive Compensation and the Performance of non-Financial Institutions Listed in B3

#### **Luiza Guedes Ferreira**

Mestre em Administração pela Universidade Federal de Juiz de Fora  
E-mail: [luizagf01@gmail.com](mailto:luizagf01@gmail.com)

#### **Flávia Vital Januzzi**

Doutora em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais  
Professora do Departamento de Finanças e Controladoria da Universidade Federal de Juiz de Fora  
e-mail: [flavia\\_januzzi@yahoo.com.br](mailto:flavia_januzzi@yahoo.com.br)

#### **Thaís Alves dos Santos**

Doutora em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais  
e-mail: [thaisast@yahoo.com.br](mailto:thaisast@yahoo.com.br)

---

#### **Endereço: Luiza Guedes Ferreira**

Rua Barão de Aquino, 167, apto 101A, bairro Alto dos Passos, Juiz de fora/MG. CEP: 36026-460, Brasil.

#### **Endereço: Flávia Vital Januzzi**

Campus Universitário, Rua José Lourenço Kelmer, s/n - São Pedro, Juiz de Fora - MG, 36036-900, Brasil.

#### **Endereço: Thaís Alves dos Santos**

Av. Presidente Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901, Brasil.

#### **Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues**

Artigo recebido em 12/04/2023. Última versão recebida em 27/04/2023. Aprovado em 28/04/2023.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



## RESUMO

O objetivo deste trabalho é investigar como a remuneração dos executivos impactou o desempenho econômico-financeiro e de mercado das companhias brasileiras não financeiras que compõem a B3, de 2010 a 2019. Alterações percebidas nas estruturas das empresas desencadearam uma discussão acerca da profissionalização da gestão destas que encontra suporte teórico na Teoria da Agência. Esta preconiza que essa profissionalização da gestão dá origem a dois sujeitos: o proprietário (principal) e o gestor contratado (agente). Esses sujeitos podem gerar conflitos em razão de possuírem interesses diversos, portanto discussões sobre os papéis dos responsáveis pela tomada de decisão e dos mecanismos de monitoramento são necessárias. O método utilizado foi uma regressão quantílica com os dados em painel. A amostra constituiu-se de 188 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, com dados disponíveis na base de dados Economática e ComDinheiro. Concluiu-se que o sistema de remuneração impactou muito mais os indicadores econômico-financeiros do que os indicadores de mercado.

**Palavras-chave:** Remuneração de Executivos. Teoria da Agência. Conflitos de Agência. Indicadores.

## ABSTRACT

This study aims to verify if the executive compensation impacted the economic-financial and market performance of non-financial institutions listed in B3, from 2010 to 2019. Perceived changes in the structures of companies triggered a discussion about the professionalization of their management, which finds theoretical support in Agency Theory. This advocates that this professionalization of management gives rise to two subjects: the owner (principal) and the hired manager (agent). This interaction could be a source of conflict, since these subjects have different interests, therefore, discussions about these roles and monitoring mechanisms are necessary. The method used was a quantile regression with panel data. The sample consisted of 188 Brazilian non-financial companies listed on B3, with data available in the Economática and ComDinheiro databases. It was concluded that the remuneration system had a much greater impact on economic and financial indicators than on market indicators.

**Keywords:** Executive Compensation. Agency Theory. Agency Conflicts; Indicators.

## 1 INTRODUÇÃO

Mudanças na estrutura dos negócios e na situação econômica - caracterizada por alterações no quadro societário das companhias, que antes era formado por um grupo pequeno e, posteriormente, tornou-se pulverizado - acarretaram necessidades de profissionalização da gestão das empresas, provocando um contexto de dissociação entre propriedade e controle (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004; MACHADO; FERNANDES; BIANCHI., 2016).

Essa profissionalização desencadeou no aparecimento de duas figuras centrais: os principais, considerados os proprietários e acionistas, e os agentes, gestores contratados para desempenhar a gerência das empresas (JENSEN; MECKLING, 1976). De acordo com Beuren, Silva e Mazzioni (2013), conectar os mecanismos de remuneração dos executivos com os indicadores financeiros da empresa pode auxiliar no alinhamento desse interesse entre o principal e o agente, além de sinalizar que os contratos de remuneração estão adequados, minimizando, assim, os conflitos de agência.

Brito (2015) explica que dar ao gestor a opção de comprar ações da empresa na qual trabalha a um determinado valor em data futura o motiva a maximizar o valor da empresa no médio e longo prazo, evitando-se a busca por retornos de curto prazo. Diante desse contexto, o presente estudo tem o seguinte questionamento: Como a remuneração dos gestores do conselho de administração e da diretoria impacta o desempenho econômico-financeiro e de mercado das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3)? Em outras palavras, busca-se examinar os efeitos da política de remuneração dos executivos (averiguando-se tanto a remuneração fixa, quanto a variável (total, de curto e longo prazo)) sobre o desempenho econômico-financeiro e de mercado de empresas não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2019.

Por meio do modelo de regressão quantílica com dados em painel, demonstrou-se que os mecanismos de compensação são uma boa ferramenta para diminuir os conflitos de agência. Dado que foi possível constatar que o sistema de remuneração influencia os indicadores econômico-financeiros e de mercado, sendo o primeiro mais impactado que o segundo. Neste íterim, é possível afirmar que o presente trabalho contribui para a construção do conhecimento acerca do sistema de remuneração dos gestores e do seu impacto sobre variáveis financeiras relevantes, fazendo uma análise estratificada por tipos de remuneração – investigada apenas por Pimentel e Aguiar (2017) – e diversos percentis de desempenho econômico-financeiro e de mercado.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A teoria de agência e os mecanismos de remuneração nas empresas

Jensen e Meckling (1976) afirmam que a divisão entre a propriedade e a gestão nas firmas acarreta a situação em que os acionistas, proprietários da organização, acabam por não controlar seus recursos. Os autores destacam que a busca pela maximização de resultados poderá acarretar a situação em que o agente nem sempre agirá em prol da empresa, gerando os chamados conflitos de agência.

O alinhamento de interesses entre o agente e o principal ocorre por meio de sistemas de monitoramento onde o principal observa e limita as ações do agente, além dos sistemas de compensação (BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2013). Shiwakoti (2012) explica que a remuneração deve ser suficiente para atrair, reter e motivar os executivos para exercerem sua função de administrar a empresa com sucesso.

Em seu trabalho, Murphy (1999) preceitua que a remuneração dos executivos se baseia, basicamente, nos seguintes componentes: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho contábil, opções de ações e planos de incentivos de longo prazo. O sistema de remuneração surge como um mecanismo de governança capaz de alinhar os interesses entre o executivo e o acionista (BRITO, 2015).

Segundo Brito (2015), a composição da remuneração dos executivos sofreu mudanças ao longo do tempo. Inicialmente, era composta pelo salário, que era pré-definido pelas partes e recebida em dinheiro a partir da posição exercida. Aos poucos, foram surgindo outros formatos, incluindo, além dos benefícios financeiros, também os não financeiros. Um importante fator que impacta a organização é a maneira como esses incentivos são distribuídos, incluindo a gestão dos recursos humanos e a remuneração particular (BAKER *et al.*, 1988). Nesse sentido, Souza, Cardoso e Vieira (2017, p. 08) afirmam que “(...) um plano de remuneração ligado a indicadores não financeiros e orientados para o longo prazo das companhias pode minimizar os conflitos de agência, alinhando os objetivos dos executivos aos dos acionistas”.

Para Beuren *et al.* (2013), o sistema de remuneração que alinhe os interesses do principal e do agente pode ser assim segregado: i) remuneração fixa; ii) remuneração variável de curto prazo; iii) remuneração variável de longo prazo. Por outro lado, Baker, Jensen e Murphy (1988) acreditam no sistema de remuneração por desempenho, defendendo que este estimula o trabalhador a fazer exatamente aquilo que precisa ser feito. O sistema de

remuneração baseado no desempenho pode ser mensurado de forma objetiva ou subjetiva, destacando que ambos apresentam lacunas a serem suprimidas. Quando o sistema de remuneração por desempenho é subjetivo, poderá surgir o problema da falta de confiança entre os funcionários e seus superiores, visto que o desempenho não será determinado por medidas objetivas, o que dificulta a possibilidade de verificação a respeito do que está sendo avaliado. Por outro lado, quando se utiliza medidas objetivas, o cuidado que se precisa ter está relacionado à determinação das variáveis que serão utilizadas (Baker, Jensen & Murphy, 1988).

### **2.3 Estudos sobre o desempenho das empresas e o sistema de remuneração dos gestores**

Funchal e Terra (2006) fizeram um estudo, no ano de 2002, com uma amostra composta por 92 companhias abertas que emitiram recibos de ações de empresas não americanas negociados nos EUA (ADR's) e cujas negociações estavam ativas na Bolsa de Nova York, concluindo que a remuneração executiva não é influenciada pelo desempenho da empresa e nem pela governança corporativa. A pesquisa adotou a remuneração da diretoria como variável dependente, dado obtido no Formulário 20F. Como variáveis, foram utilizadas: medidas de desempenho, como ROA; medidas de governança corporativa, como crescimento do valor de mercado da empresa, aqui incluindo características da empresa (país, segmento, tamanho e propriedade das ações), bem como medidas de mercado, como o Q de Tobin.

Em 2007, Camargos e Helal (2007) publicaram um estudo com 29 empresas brasileiras de capital aberto que possuíam ADR's em bolsas norte-americanas. Esse trabalho abrangeu apenas o ano de 2005 e teve como objetivo explicar a remuneração dos executivos com base no desempenho e no nível de governança corporativa. Os autores concluíram que existia uma relação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa.

Já Silva, Azevedo e Freitas Neto (2017) buscaram verificar se a remuneração de executivos exerce influência no desempenho financeiro e na criação de valor de empresas não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2017. Como resultados, verificou-se que não há relação estatisticamente relevantes entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro, enquanto apenas a remuneração fixa impacta negativamente o valor Econômico Adicionado, considerado proxy para criação de valor, sugerindo, assim, que as

remunerações podem não estar sendo eficazes no alinhamento de interesses entre agentes e principais.

Chien e Carvalhal da Silva (2013) buscaram identificar se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho das empresas no Brasil. Os resultados evidenciaram que não existia relação significativa entre remuneração executiva e valor da empresa, além de não existir a evidência significativa de que as empresas que mais remuneraram seus executivos são aquelas que possuem um melhor desempenho operacional.

Beuren *et al.* (2013) também apresentaram um estudo com 219 empresas brasileiras com o objetivo de analisar se a remuneração dos executivos estava relacionada com o tamanho e desempenho da empresa, durante os anos de 2009 a 2011. Os autores concluíram pela existência de relação tendo por base os indicadores de mercado, porém nenhuma concordância foi confirmada pelos indicadores financeiros.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Dados e amostra

O formato dos dados estabelecido foi o de painel. Os dados em painel, também conhecidos como dados empilhados, são combinações de séries temporais, dados longitudinais, ou análise histórica de eventos (GUJARATI; PORTER, 2011).

O universo amostral constitui-se dos dados consolidados de 276 empresas listadas na B3 (ativas e inativas). O trabalho abrange o intervalo temporal de 2010 (início das publicações dos formulários de referência) a 2019. Trata-se de um painel desbalanceado, pois algumas empresas se tornaram inativas. Todas as informações foram extraídas da base de dados Economatica e da ComDinheiro<sup>1</sup> (essa última serviu como base para os dados da remuneração). Por serem empresas com características muito específicas, optou-se pela exclusão de 33 empresas financeiras, pois, conforme mencionado em Beuren *et al.* (2013, p. 17), tais empresas, por possuírem características muito específicas, podem distorcer os resultados. Assim, tal separação resultou em 243 empresas. Destas, 17 eram companhias com mais de oito anos de dados faltantes de remuneração, sendo estas também excluídas, restando 226 empresas para análise. Porém, nessa amostra remanescente, ainda foram excluídas 24 empresas com mais de oito anos de dados faltantes referentes à variável valor de ações e, por fim, excluiu-se 14 empresas com mais de oito anos de dados faltantes de

ROE, restando uma amostra final composta de 188 empresas não financeiras aptas a serem estudadas, o que representa um total de 2.221 observações.

### 3.2 Variáveis e modelos

A Teoria da Agência sugere que, vinculando o pagamento dos executivos ao desempenho da empresa, qualquer possível conflito de interesses entre gerentes e proprietários poderia ser mitigado (SHIWAKOTI, 2012). Já Pathasarathy, Menon e Bhattacharjee (2006) explicam que existem várias maneiras de se medir o desempenho da empresa, sendo o mais simplificado o método do emprego de “medidas de desempenho financeiro”, que são padronizadas e amplamente utilizadas, visto que as empresas de capital aberto precisam divulgar publicamente seus resultados financeiros para atender aos requisitos regulamentares. Beuren *et al.* (2013) preconizam que os dados contábeis servem, por exemplo, para estabelecer contratos de remuneração com formas de cálculo baseadas no lucro, no volume de vendas, na margem de contribuição, em redução de custos, em gastos por centro de responsabilidade, dentre outros.

Nas pesquisas realizadas por Camargo e Helal (2007), Chien e Carvalhal da Silva (2013), Aguiar e Pimentel (2017) e Souza *et al.* (2017) foram utilizadas também variáveis que avaliam o desempenho do mercado da empresa. Castilho (2015) destaca que, além da lucratividade, é importante analisar também métricas que apurem valor de mercado como forma de abranger todos os aspectos incorporados à realidade econômica da organização.

A Tabela 1 apresenta as proxies empregadas para mensurar o desempenho financeiro e de mercado da empresa:

**Tabela 1 – Proxies para o desempenho financeiro e de mercado da empresa**

Variáveis Explicativas	Formas de Mensuração	Justificativa	Fonte
Retorno sobre ativo (ROA)	$\frac{EBIT}{AT}$	Pathasarathy et al. (2006) afirmam que níveis altos de ROA resultarão em maiores níveis de utilidade para os acionistas. Sendo assim, o objetivo dos gerentes deve ser alcançar valores altos de ROA. Buscando, então, alinhar os interesses dos gestores e acionistas, atingir altos valores de ROA deverá resultar em maiores pacotes de remuneração gerencial. A fórmula em questão foi extraída do trabalho de Konraht et al. (2017).	Econômica

Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{LL}{PL}$	Leonard (1990) explica que empresas que implementam um sistema de bônus têm ROE significativamente mais alto do que as empresas sem sistema de bônus.	Econômica
Q de Tobin	$\frac{VM + PE}{PL}$	Sloan (1992) afirma que o desempenho financeiro é amplamente utilizado como um indicador acerca do desempenho dos negócios. Ainda segundo ele, o Q de Tobin é empregado para explicar uma série de fenômenos corporativos, sendo definido como a razão do valor de mercado de uma empresa ao custo de reposição de seus ativos, refletindo tanto as medidas de desempenho da contabilidade como a expectativa futura dos investidores sobre as empresas.	Econômica
Lucro por Ação (LPA)	$\frac{LL}{N^{\circ} \text{ de Ações}}$	Ventura (2013) explica que se espera uma associação positiva, pois este indicador de mercado fornece uma harmonia entre o acionista e o executivo. Assim, se a remuneração estiver atrelada aos resultados, ocorrerão benefícios para os administradores.	Econômica
P/B (Price to Book)	$\frac{VM}{PL}$	Para avaliar se as empresas que mais remuneraram seus administradores são aquelas que apresentam maior valor, Chien e Carvalho da Silva (2013) empregaram tanto o P/B quanto o Q de Tobin como proxies para a variável dependente.	Econômica

Siglas: AT = Ativo Total Médio; EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*; LL = Lucro Líquido; PE = Passivo Exigível; PL = Patrimônio Líquido Médio; VM = Valor de Mercado.

Fonte: elaborado pelos autores

Conforme Beuren *et al.* (2013), para minimizar o efeito de grandeza nos salários entre as diferentes empresas contidas na amostra, foram empregadas como variáveis para medir a remuneração dos executivos a remuneração total individual média (remuneração total dividida pelo número de conselheiros e diretores). A remuneração total também foi particionada em remuneração fixa individual média e variável individual média, a fim de avaliar com maior clareza se a remuneração dos executivos afeta o valor e desempenho das empresas não financeiras no Brasil.

Em relação à composição da remuneração, a Tabela 2 foi elaborada de acordo com a base de dados disponível da ComDinheiro, retirada basicamente dos formulários de referência das empresas:



**Tabela 2 – Composição da Remuneração**

<b>Remuneração Fixa</b>	<b>Remuneração Variável</b>
Salário/Pró-Labore. Benefícios diretos e indiretos. Participações em comitês. Outras remunerações.	Bônus Participação em resultados. Participação em reuniões. Comissões. Benefício baseado em ações Outras remunerações.

Fonte: elaborado pelos autores

Não obstante, seguindo o exposto em Pimentel e Aguiar (2017), a remuneração variável também será particionada em remuneração de curto e longo prazo. Segundo os autores, a Remuneração Variável de Curto Prazo (RVCP) é o somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados (PLR). A última medida é a parcela da Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP), expressa pela remuneração baseada em ações da própria empresa. Nesse caso, também serão empregadas tanto a RVCP quanto a RVLP médias, a fim de manter o padrão para a variável remuneração.

As variáveis de controle foram selecionadas tendo como base a possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes. A literatura destaca porte e setor de atuação como dois fatores extremamente relevantes (Krauter, 2017; Pimentel & Aguiar, 2017). Seguindo a linha dos principais estudos da área, a Tabela 3 foi elaborada para descrever as variáveis de controle.

**Tabela 3 – Variáveis de controle dos modelos**

<b>Variáveis Explicativas</b>	<b>Formas de Mensuração</b>	<b>Embasamento</b>	<b>Fonte</b>
Tamanho	$LN(AT)$	Em relação ao efeito tamanho da empresa, Murphy (1999) afirma que o salário dos executivos é maior em empresas maiores. Isto porque o mesmo autor explica que empresas maiores podem empregar executivos mais bem qualificados, e com isso, mais bem remunerados. Diversos estudos empregaram a variável tamanho como controle, a saber: Souza et al. (2017); Aguiar e Pimentel(2017),	Economática

		entre outros.	
<i>Dummies</i> setoriais	Setor de Atuação da Firma conforme classificação do Economática	Empregadas por Konraht, Lunkes, Gasparetto e Schnorreberger (2017); Aguiar e Pimentel (2017), entre outros.	Economática
Alavancagem	$\frac{PE}{AT}$	Empregada por Chien e Carvalhal da Silva (2013). O passivo exigível é mensurado pelo total de empréstimos e financiamentos de curto prazo somado ao total de empréstimos e financiamentos de longo prazo.	Economática
Liquidez Geral	$\frac{AC + RLP}{PC + PNC}$	Empregada por Souza e Faria (2015).	Economática
Tangibilidade	$\frac{IMB + ETQ}{AT}$	Empregado por Konraht et al.(2017).	Economática

Siglas: AC = Ativo Circulante; AT = Ativo Total; ETQ = Estoques IMB = Imobilizado; LN(AT) = Logaritmo neperiano do AT; PC = Passivo Circulante; PE = Passivo Exigível; PNC = Passivo não Circulante; RLP = Realizável a Longo Prazo.

Fonte: elaborado pelos autores

Os dados foram analisados por meio de regressões com dados em painel, metodologia também utilizada nos trabalhos de Konraht *et al.* (2017), Castilho (2015), Camargos e Helal (2007), Silva *et al.* (2009), Demirer e Yan (2011) e Raithatha e Komera (2016). A técnica de regressão utilizada foi a regressão quantílica, pois permite a obtenção de informações da variável de interesse em diversos níveis, garantindo que o pesquisador possa analisar tanto uma localização na cauda inferior quanto na cauda superior (Barroso, 2018).

Com o objetivo de verificar a influência do plano de remuneração dos executivos no desempenho econômico-financeiro e de mercado das empresas, foram estimados os seguintes modelos de regressão com dados dispostos em painel desbalanceados:

- Em relação às variáveis de desempenho econômico-financeiro:

$$DC_{i,t} = \beta_1 Rtotal_{i,t} + \beta_2 RFtotal_{i,t} + \beta_3 RVcurto_{i,t} + \beta_4 RVlongo_{i,t} + \beta_5 RVtotal_{i,t} + \beta_6 Tam_{i,t} + \beta_7 Dumset_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Lg_{i,t} + \beta_{10} Tang_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$DC_{i,t}$  : Desempenho Econômico-Financeiro da empresa  $i$  no ano  $t$  (aqui representado pelo ROA e ROE, respectivamente).

$Rtotal_{i,t}$  : parcela média da remuneração total do gestor da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$RFtotal_{i,t}$  : parcela média da remuneração fixa total do gestor da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$RVcurto_{i,t}$  : parcela média da remuneração variável de curto prazo do gestor da empresa  $i$  no ano  $t$ , expressa pelo somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados (PLR).

$RVlongo_{i,t}$  : parcela média da remuneração variável de longo prazo do gestor da empresa  $i$  no ano  $t$ , expressa pela remuneração baseada em ações.

$RVtotal_{i,t}$  : parcela média da remuneração variável total do gestor da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$Tam_{i,t}$  : logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$Dumset_i$  : *dummy* setorial (conforme classificação do Econômica) da empresa  $i$ .

$Alav_{i,t}$  : alavancagem financeira da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$Lg_{i,t}$  : índice de liquidez geral da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$Tang_{i,t}$  : índice de tangibilidade da empresa  $i$  no ano  $t$ .

- Em relação às variáveis de desempenho de mercado:

$$DM_{i,t} = \beta_1 Rtotal_{i,t} + \beta_2 RFtotal_{i,t} + \beta_3 RVcurto_{i,t} + \beta_4 RVlongo_{i,t} + \beta_5 RVtotal_{i,t} + \beta_6 Tam_{i,t} + \beta_7 Dumset_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Lg_{i,t} + \beta_{10} Tang_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

$DM_{i,t}$  : Desempenho de Mercado da empresa  $i$  no ano  $t$  [aqui representado pelo Q de Tobin, Lucro por Ação (LPA) e *Price to Book* (P/B)].

#### 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Alexander (2008) salienta que, em uma base de dados em painel desbalanceado, podem existir dados ausentes que estão indisponíveis por razões desconhecidas pelo analista. Uma forma de se viabilizar a inferência desses dados ausentes é o emprego da interpolação, com base no comportamento dos dados presentes. Para as variáveis referentes à estrutura de remuneração da empresa (quantidade de membros do conselho, remuneração total, variável e fixa), observou-se uma média de 5.1% de dados faltantes para a base relativa ao Conselho de Administração e de 23,2% para a base da Diretoria. Destaca-se que esses percentuais médios foram observados após a realização da conferência manual (por ano e empresa) de todos os dados vazios que vieram importados da base ComDinheiro. Em outras palavras, os dados vazios remanescentes de fato não foram publicados nos formulários de referência, conforme conferido minuciosamente pelos autores.

Salienta-se que, em alguns casos, as empresas publicaram menos de uma pessoa como integrante dos conselhos, dados esses totalmente enviesados que acabam por gerar valores desconexos de remuneração total média. Para corrigir esses vieses, como demonstrado por Lucas, Dijk e Kloek(2009), utilizou-se como método para tratamento desses dados extremos o processo de *winsorização*, no qual foram ajustados os valores extremos abaixo dos percentis 1% e 99% para o limite da distribuição. Posteriormente, foram computadas as estatísticas básicas e procedeu-se à transformação escalar das variáveis. Antes de estimar os modelos, foram verificadas questões pertinentes à colinearidade e à estacionariedade.

Após o tratamento dos dados ausentes, inicialmente apresenta-se os resultados dos modelos estimados para o desempenho econômico-financeiro das empresas tendo como variável dependente tanto o ROA quanto o ROE, respectivamente. As análises se encontram segregadas tanto para a diretoria, quanto para o conselho de administração.

**Tabela 4 – Modelo 1- ROA versus Remuneração da Diretoria**

Tipo	Percentil-ROA		25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl	
Nível	RFtotal <sub>i,t</sub>	<b>-0,227*</b>	0,079	-0,059	0,581	0,031	0,678	
	RVtotal <sub>i,t</sub>	<b>-0,161*</b>	0,077	0,045	0,587	<b>0,217*</b>	0,061	
	RVcurto <sub>i,t</sub>	<b>0,301*</b>	0,000	0,093	0,196	-0,007	0,953	
	RVlongo <sub>i,t</sub>	-0,048	0,174	0,032	0,223	-0,052	0,160	

	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,148	0,291	-0,073	0,441	<b>0,024*</b>	0,015
Defasado	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,225	0,176	0,073	0,465	<b>0,219*</b>	0,003
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	<b>0,341*</b>	0,033	0,056	0,513	-0,035	0,119
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	-0,022	0,529	0,027	0,344	<b>-0,049*</b>	0,088

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de até 10%.

**Tabela 5 – Modelo 2- ROA versus Remuneração do Conselho de Administração**

Tipo	Percentil-ROA Variável	25%		50%		75%	
		Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	Rtotal <sub>i,t</sub>	-0,011	0,866	-0,075	0,366	-0,240	0,150
	RFtotal <sub>i,t</sub>	0,017	0,661	0,008	0,862	<b>0,249*</b>	0,014
	RVtotal <sub>i,t</sub>	0,017	0,549	0,025	0,451	<b>0,133*</b>	0,021
	RVcurto <sub>i,t</sub>	-0,025	0,525	<b>-0,077*</b>	0,051	-0,126	0,183
	RVlongo <sub>i,t</sub>	-0,064	0,190	0,007	0,928	-0,029	0,795
Defasado	Rtotal <sub>i,t-1</sub>	0,003	0,974	-0,026	0,650	-0,034	0,837
	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,008	0,924	0,032	0,599	0,072	0,542
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>0,045*</b>	0,015	0,059	0,145	<b>0,153*</b>	0,008
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	-0,043	0,283	-0,067	0,152	<b>-0,131*</b>	0,076
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,045	0,318	0,050	0,274	0,027	0,823

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de até 10%.

As Tabelas 4 e 5 buscaram demonstrar o impacto da remuneração (tanto da diretoria quanto do conselho da administração) sobre o ROA das empresas analisadas, utilizando-se como parâmetro até 10% de significância para o *p-value* dos coeficientes. Toda a análise foi feita sob duas perspectivas: comparando a remuneração do ano com o ROA do mesmo período (análise em nível) e verificando a associação da remuneração do ano anterior com o ROA do ano corrente (análise defasada). No que tange à diretoria, é possível perceber que a Remuneração fixa total (em nível) tem um impacto negativo nas empresas que apresentam menor ROA, de forma que, quanto maior a remuneração fixa da empresa, menor será essa medida de rentabilidade (considerando apenas o grupo das empresas que se situam abaixo do percentil 25%). Interessante destacar que a Remuneração Variável Total (em nível)

apresentou a mesma associação negativa para o contexto de empresas com menor ROA. No entanto, é possível destacar que, analisando-se a variável remuneração em nível e ainda considerando o percentil de 25% para o ROA, apenas a remuneração variável (expressa pelo somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados) apresentou uma relação positiva com esse índice de rentabilidade. Logo, um importante instrumento para auxiliar na reversão desse indicador em empresas com baixo ROA pode ser o fortalecimento desse sistema de remuneração para o corpo de Diretores dessas instituições.

O percentil 50% (ou seja, aquele que representa a metade da amostra com menor ROA) não apresentou relações significativas entre essa medida de rentabilidade e as medidas de remuneração. No entanto, quando se incorpora empresas com melhores indicadores de ROA na análise (considerando o percentil 75%), observa-se que principalmente a remuneração variável total (essa última defasada e em nível) apresenta uma relação significativa com o ROA. Logo, em empresas mais rentáveis, esse sistema de remuneração variável da diretoria é relevante, possuindo um impacto positivo nesse indicador operacional. Destaca-se que, apesar da remuneração fixa (defasada) ter sido significativa, seu coeficiente foi bem menor do que o observado para o sistema de pagamento variável.

Quando se avalia o impacto da remuneração do conselho da administração (Modelo 2) sobre a rentabilidade dos ativos das empresas, é possível perceber que, em instituições de menor ROA (percentil 25%), quase não se observa a relevância da composição do sistema de remuneração sobre esse índice de retorno. Apesar do coeficiente da remuneração variável total (defasada) ter sido positivo, seu valor foi pouco expressivo. Esta baixa relevância é observada na primeira metade da amostra (percentil 50%), onde a única variável significativa (remuneração variável de curto prazo em nível) também apresentou um coeficiente negativo e reduzido. Camargos e Helal (2007), por exemplo, encontraram uma relação significativa estatisticamente entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro da empresa, o que sinaliza, segundo tais autores que “os pacotes de compensação de executivos estão diretamente associados ao bom desempenho das grandes corporações”. Ressalta-se que a mesma relação significativa também foi constatada no estudo de Silva et al.(2009).

Em relação à remuneração variável, acredita-se que outros componentes (que não incorporem o somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados) de fato exerçam esse efeito positivo, visto que o fator  $RV_{curto,i,t-1}$  sinalizou se relacionar negativamente com o ROA. Tais componentes poderiam ser assim exemplificados: remuneração por ações, opções, oferta de planos de aposentadoria complementar, etc.

No que se refere à variável ROE, os resultados observados tanto para a diretoria quanto para o conselho de administração encontram-se expressos nas Tabelas 6 e 7, respectivamente.

**Tabela 6 – Modelo 03- ROE versus Remuneração da Diretoria**

Tipo	Percentil-ROE	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	RFtotal <sub>i,t</sub>	-0,411	0,396	-0,065	0,582	0,123	0,349
	RVtotal <sub>i,t</sub>	-0,278	0,146	-0,064	0,594	<b>0,344*</b>	0,049
	RVcurto <sub>i,t</sub>	<b>0,708*</b>	0,001	<b>0,374*</b>	0,000	0,045	0,795
	RVlongo <sub>i,t</sub>	-0,053	0,630	0,032	0,647	-0,120	0,187
Defasado	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,562	0,179	-0,240	0,239	0,063	0,349
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,125	0,554	0,161	0,344	<b>0,319*</b>	0,049
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	<b>0,537*</b>	0,019	0,083	0,554	-0,037	0,795
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,008	0,937	0,067	0,418	-0,078	0,187

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de até 10%

Comparativamente ao observado para o ROA, evidenciou-se um nível de significância estatística muito menor para os coeficientes de forma geral, quando se avalia o ROE. Inicialmente, tomando-se como base a remuneração da diretoria (Tabela 6), a remuneração variável de curto prazo expressa por bônus e participação nos resultados parece surtir um efeito positivo sobre o retorno do capital próprio apenas para as empresas com ROE's menores que a mediana da amostra (percentil 50%). Em empresas com maiores níveis desse indicador (percentil 75%), tal relação é evidenciada para a remuneração variável total.

De forma geral, tomando como base a remuneração do conselho de administração (Tabela 7), apenas a variável “remuneração variável total” foi relevante (em nível e defasada) para explicar o ROE, mesmo assim apresentando uma associação positiva para as empresas de menores valores de rentabilidade sobre o patrimônio, e para aquelas que possuem ROE abaixo do valor da mediana (percentil 50%). Destaca-se ainda que a remuneração total apresentou um sinal negativo e significativo apenas para o contexto das empresas de maior ROE.

**Tabela 7 – Modelo 04- ROE versus Remuneração do Conselho de Administração**

Tipo	Percentil-ROE	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	Rtotal <sub>i,t</sub>	-0,003	0,982	-0,183	0,375	<b>-0,530*</b>	0,075
	RFtotal <sub>i,t</sub>	0,100	0,386	0,148	0,310	0,447	0,125
	RVtotal <sub>i,t</sub>	<b>0,112*</b>	0,038	0,043	0,465	0,088	0,466
	RVcurto <sub>i,t</sub>	-0,064	0,358	-0,088	0,406	-0,184	0,155
	RVlongo <sub>i,t</sub>	-0,214	0,105	-0,001	0,991	0,084	0,668
Defasado	Rtotal <sub>i,t-1</sub>	0,071	0,781	-0,304	0,218	-0,227	0,507
	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,018	0,929	0,342	0,144	0,297	0,391
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>0,115*</b>	0,064	<b>0,134*</b>	0,039	0,204	0,113
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	<b>-0,097*</b>	0,070	-0,113	0,220	0,033	0,859
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,105	0,404	-0,065	0,650	0,112	0,536

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de até 10%

Ao analisar a relação existente entre a remuneração dos executivos que compõem a diretoria e o Q de Tobin das empresas que compõem a amostra (Tabela 8), é possível perceber que a remuneração fixa total não é o mecanismo de remuneração mais adequado a ser escolhido, visto que demonstrou impactar negativamente o Q de Tobin das empresas, ou seja, possui associação negativa com a razão entre o valor de mercado das instituições de forma geral e o valor de reposição dos seus ativos físicos, no entanto, de forma contrária, verifica-se uma relação positiva entre essa variável dependente e os sistemas de remuneração variável de curto e de longo prazo, principalmente para as empresas situadas nos menores percentis (até 25%) do Q de Tobin.

**Tabela 8 – Modelo 05- Q de Tobin – Diretoria**

Tipo	Percentil-Q Tobin	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	RFtotal <sub>i,t</sub>	<b>-0,080*</b>	0,008	<b>-0,065*</b>	0,015	<b>-0,085*</b>	0,004
	RVtotal <sub>i,t</sub>	-0,004	0,842	0,017	0,478	0,017	0,266
	RVcurto <sub>i,t</sub>	<b>0,041*</b>	0,016	0,011	0,623	0,006	0,644
	RVlongo <sub>i,t</sub>	<b>0,032*</b>	0,000	0,014	0,196	0,020	0,129



Defasado	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>-0,074*</b>	0,025	<b>-0,101*</b>	0,007	-0,078	0,629
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>-0,033*</b>	0,091	-0,008	0,730	0,007	0,998
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	<b>0,076*</b>	0,001	0,034	0,149	0,024	0,559
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	<b>0,034*</b>	0,000	<b>0,035*</b>	0,003	0,029	0,254

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de até 10%

**Tabela 9 – Modelo 06 - Q de Tobin – Conselho de Administração**

Tipo	Percentil-Q de Tobin	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	Rtotal <sub>i,t</sub>	<b>0,044*</b>	0,063	-0,021	0,323	<b>-0,157*</b>	0,000
	RFtotal <sub>i,t</sub>	-0,021	0,309	<b>0,027*</b>	0,023	<b>0,151*</b>	0,000
	RVtotal <sub>i,t</sub>	-0,005	0,593	-0,006	0,496	0,015	0,492
	RVcurto <sub>i,t</sub>	-0,002	0,754	-0,011	0,318	0,000	0,999
	RVlongo <sub>i,t</sub>	0,007	0,604	-0,003	0,899	-0,024	0,499
Defasado	Rtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>0,049*</b>	0,068	-0,004	0,924	<b>-0,147*</b>	0,000
	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,015	0,519	0,018	0,538	<b>0,162*</b>	0,000
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,009	0,390	-0,013	0,224	0,005	0,735
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	0,004	0,754	0,004	0,792	0,005	0,860
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,002	0,861	-0,010	0,702	0,020	0,706

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de 10%

Quando se observam os impactos do sistema de remuneração do conselho de administração sobre o Q de Tobin (Tabela 9), observa-se principalmente que a remuneração total tem um impacto positivo principalmente sobre as empresas com menores percentis desse indicador, no entanto, de forma controversa, exerce um impacto negativo em empresas com maiores Q's de Tobin (percentil 75%).

Como observado na Tabela 9, de forma geral, a remuneração fixa atribuída ao conselho de administração impacta positivamente as empresas com maiores Q's de Tobin e negativamente aquelas que se situam nos percentis mais baixos desse indicador.

Tabela 10 – Modelo 07- *Price to Book* – Diretoria

Tipo	Percentil- <i>Price to Book</i> Variável	25%		50%		75%	
		Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	RFtotal <sub>i,t</sub>	0,010	0,245	0,018	0,142	-0,013	0,661
	RVtotal <sub>i,t</sub>	0,002	0,750	0,008	0,395	0,002	0,856
	RVcurto <sub>i,t</sub>	<b>0,014*</b>	0,001	<b>0,016*</b>	0,060	<b>0,030*</b>	0,034
	RVlongo <sub>i,t</sub>	<b>0,013*</b>	0,010	<b>0,018*</b>	0,005	<b>0,031*</b>	0,000
Defasado	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	0,015	0,211	0,022	0,159	-0,016	0,661
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	0,004	0,611	-0,001	0,946	-0,003	0,856
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	0,012	0,131	<b>0,025*</b>	0,041	<b>0,040*</b>	0,034
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	<b>0,011*</b>	0,000	<b>0,015*</b>	0,002	<b>0,032*</b>	0,000

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de 10%

O modelo 7 (Tabela 10) demonstra a associação existente entre a remuneração dos executivos que compõem a diretoria e o *Price to Book* das empresas. Verifica-se que, em uma análise em nível e defasada, são as remunerações variáveis de curto e de longo prazos que impactam esse indicador de mercado, tanto nas empresas com os piores índices (percentil 25%), quanto as empresas com os melhores índices (percentil 75%), incluindo também aquelas constantes no grupo da primeira metade da amostra (percentil 50%). Sendo assim, fica evidente não existir impacto da remuneração fixa da diretoria executiva sobre a geração de valor da empresa, assim como encontrado no estudo apresentado por Chien e Carvalhal da Silva (2013).

No que tange à remuneração do conselho da administração (Tabela 11), verifica-se que, de forma contrária ao que acontece na Diretoria, a remuneração total passa a ter um destaque, impactando positivamente as empresas com menores índices *Price to book* (percentil 25% e negativamente aquelas com maiores índices (percentil 75%). Ademais, apenas a remuneração fixa foi significativa e positiva nos percentis mais altos de *Price to Book*.

**Tabela 11 – Modelo 08 - Price to Book – Conselho de Administração**

Tipo	Percentil - Q de Tobin	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	Rtotal <sub>i,t</sub>	<b>0,044*</b>	0,063	-0,021	0,323	-	0,000
	RFtotal <sub>i,t</sub>	-0,021	0,309	<b>0,027*</b>	0,023	<b>0,151*</b>	0,000
	RVtotal <sub>i,t</sub>	-0,005	0,593	-0,006	0,496	0,015	0,492
	RVcurto <sub>i,t</sub>	-0,002	0,754	-0,011	0,318	0,000	0,999
	RVlongo <sub>i,t</sub>	0,007	0,604	-0,003	0,899	-0,024	0,499
Defasado	Rtotal <sub>i,t-1</sub>	<b>0,049*</b>	0,068	-0,004	0,924	-	0,000
	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,015	0,519	0,018	0,538	<b>0,162*</b>	0,000
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,009	0,390	-0,013	0,224	0,005	0,735
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	0,004	0,754	0,004	0,792	0,005	0,860
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,002	0,861	-0,010	0,702	0,020	0,706

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de 10%

Por fim, analisando o impacto da remuneração da diretoria na variável Lucro por ação (LPA) das empresas (Tabela 12), observa-se que a remuneração fixa total se destaca impactando positivamente as empresas com maiores índices de LPA (percentil 75%), tanto em uma análise em nível como em uma análise defasada.

**Tabela 12 – Modelo 09 - Lucro por Ação-Diretoria**

Tipo	Percentil-Lucro por ação	25%		50%		75%	
	Variável	Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	RFtotal <sub>i,t</sub>	-0,050	0,527	0,020	0,416	<b>0,059*</b>	0,025
	RVtotal <sub>i,t</sub>	-0,142	0,399	-0,018	0,445	-0,001	0,983
	RVcurto <sub>i,t</sub>	0,235	0,179	<b>0,038*</b>	0,057	-0,015	0,676
	RVlongo <sub>i,t</sub>	0,005	0,757	-0,003	0,716	-0,006	0,554
Defasado	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,047	0,773	0,030	0,265	<b>0,054*</b>	0,010
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,195	0,418	-0,007	0,745	0,019	0,155
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	0,280	0,265	0,033	0,122	-0,032	0,959
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,005	0,777	-0,009	0,365	-0,006	0,877

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de 10%.

No que tange à remuneração do conselho da administração, o modelo 10 (Tabela 13) indica que, embora os valores dos coeficientes sejam baixos, é a remuneração variável total que impacta positivamente o LPA tanto das empresas que compõem a primeira metade da amostra (percentil 50%), como aquelas que possuem maiores índices de LPA (percentil 75%).

**Tabela 13 – Modelo 10 - Lucro por Ação - Conselho de Administração**

Tipo	Percentil-Lucro por Ação Variável	25%		50%		75%	
		Coef	p-vl	Coef	p-vl	Coef	p-vl
Nível	Rtotal <sub>i,t</sub>	0,007	0,684	0,020	0,395	-0,188	0,162
	RFtotal <sub>i,t</sub>	-0,008	0,545	-0,021	0,293	0,072	0,229
	RVtotal <sub>i,t</sub>	0,004	0,589	<b>0,022</b>	0,076	<b>0,075</b>	0,032
	RVcurto <sub>i,t</sub>	-0,005	0,623	-0,007	0,711	-0,051	0,136
	RVlongo <sub>i,t</sub>	-0,005	0,597	-0,004	0,750	-0,018	0,821
Defasado	Rtotal <sub>i,t-1</sub>	0,007	0,627	0,008	0,836	-0,025	0,778
	RFtotal <sub>i,t-1</sub>	-0,004	0,755	-0,025	0,496	-0,064	0,344
	RVtotal <sub>i,t-1</sub>	0,006	0,584	<b>0,039</b>	0,017	0,069	0,112
	RVcurto <sub>i,t-1</sub>	-0,004	0,756	<b>-0,039</b>	0,039	-0,030	0,519
	RVlongo <sub>i,t-1</sub>	0,005	0,653	0,003	0,856	0,072	0,440

*Nota.* Foram empregadas como variáveis de controle: o fator tamanho, as *dummies* setoriais, o nível de alavancagem, a liquidez geral, a tangibilidade bem como foi feito o controle dos efeitos fixos por ano. Fonte: elaborado pelos autores.

\*Coeficiente significativo considerando um nível de significância de 10%

A fim de sumarizar os principais achados da presente pesquisa, a Tabela 14 foi elaborada. Nesta evidencia-se que o sistema de remuneração (tanto da diretoria quanto do conselho de administração) possui uma maior associação com os indicadores econômico-financeiros (ROA e ROE) do que com os indicadores de mercado de forma geral. Dos indicadores financeiros, o ROA é mais impactado pelo sistema de remuneração (principalmente o sistema variável) do que o ROE. Logo, em empresas com menores retornos sobre o ativo, um fortalecimento do sistema de remuneração variável de curto prazo da Diretoria (expresso pelo somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados)

pode ser uma importante ferramenta para auxiliar no fortalecimento desse indicador e mesmo do próprio retorno sobre o capital próprio (mensurado pelo ROE). Já a remuneração de longo prazo (mensurada principalmente pela participação acionária nas empresas) não apresentou de forma geral relação com os indicadores financeiros nem referente ao conselho de administração e nem mesmo quando se analisa a diretoria.

**Tabela 14 – Resumo dos Principais Resultados**

Tip o	Variáv el	Remunera -ção Fixa	Remuneração Variável Total	Remuneraç ão Variável Curto Prazo	Remuneraç ão Variável Longo Prazo	Remuneração Total
Diretoria	ROA	Coeficient e significativ o e negativo para menores valores de ROA, mas positivo e significativ o para maiores valores de ROA	Coeficiente significativo e negativo para menores valores de ROA, mas positivo e significativo para maiores valores de ROA	Coeficiente significativo e positivo para menores valores de ROA	De forma geral não foi significativa, exceto em seu valor defasado para maiores níveis de ROA,	Retirada por problemas de colinearidade
Conselho de Administração	ROA	Praticamen te a relação observada foi apenas positiva e significativ a para maiores valores de ROA	A relação observada foi positiva e significativa para menores e maiores valores de ROA	Relação significativa e negativa para maiores valores de ROA	Não significativa	Não significativa

Diretoria	ROE	Não significativa	Significativa e positiva apenas para empresas com maiores valores de ROE	Relação significativa e positiva até o percentil 50%	Não significativa	Retirada por problemas de colinearidade
Conselho de Administração	ROE	Não significativa	Positiva e significativa apenas para empresas com ROE abaixo da mediana (percentil 50%)	Relação significativa e negativa para menores valores de ROE	Não significativa	Relação significativa e negativa apenas para empresas de maiores valores de ROE
Diretoria	Q Tobin	Impacto negativo e significativo em todos os percentis	De forma geral não foi observada relação significativa	Positiva e significativa apenas para empresas com Q de Tobin mais baixos (percentil 25%)	Relação mais evidente (positiva e significativa) para as empresas com Q de Tobin mais baixos (percentil 25%)	Retirada por problemas de colinearidade
Conselho de Administração	Q Tobin	Relação positiva observada para os percentis mais altos de Q de Tobin	Não significativa	Não significativa	Não significativa	Relação significativa e positiva para os percentis mais baixos de Q de Tobin, Relação inversa observada para os percentis mais altos.

Diretoria	<i>Price to Book</i>	Não significativa	Não significativa	Relação positiva e significativa em todos os percentis	Relação positiva e significativa em todos os percentis	Retirada por problemas de colinearidade
Conselho de Administração	<i>Price to Book</i>	Positiva e significativa nos percentis mais altos de <i>Price to Book</i>	Não significativa	Não significativa	Não significativa	Relação positiva e significativa nos percentis mais baixos e negativa e significativa nos percentis mais altos.
Diretoria	Lucro por Ação	Relação positiva observada para os percentis mais altos de Lucro por Ação	Não significativa	Positiva e significativa apenas para empresas com LPA medianos (percentil 50%),	Não significativa	Retirada por problemas de colinearidade
Conselho de Administração	Lucro por Ação	Não significativa	Positiva e significativa para empresas com LPA abaixo da mediana (percentil 50%)	Relação negativa observada apenas para a variável defasada no percentil 50%,	Não significativa	Não significativa

Fonte: elaborado pelos autores

Em relação aos indicadores de mercado, a remuneração fixa (da diretoria e do conselho de administração), quando significativa, só impactou os percentis mais altos dos indicadores (*Q* de Tobin, *Price to Book* e LPA). Já a remuneração variável total, no geral, praticamente não apresentou significância, no entanto, quando decomposta nas parcelas de curto longo prazo, observa-se que a remuneração variável de curto prazo é, no geral, associada positivamente apenas aos indicadores de mercado quando os modelos analisados se referem à diretoria. Não obstante, a remuneração de longo prazo do conselho de administração também não afetou os indicadores de mercado analisados, sendo mais expressiva apenas para a diretoria. Logo, maiores valores atrelados à participação acionária

da empresa destinados ao corpo diretor tendem a afetar positivamente o *Price to Book* das empresas e o Q de Tobin (esse último apenas para o contexto daquelas que se apresentam situadas no percentil 25%).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo-se do pressuposto de que a remuneração dos executivos pode ser um caminho para o alinhamento de interesses entre o principal e o agente, minimizando, assim, os conflitos de agência, este trabalho buscou investigar como a remuneração dos executivos do Conselho da Administração e da Diretoria impacta o desempenho econômico-financeiro e de mercado das companhias brasileiras não financeiras que compõem a B3, no período de 2010 a 2019.

Os objetivos específicos eram, além de analisar de que forma a remuneração impacta nos desempenhos, averiguar se a remuneração variável dos executivos (total, de curto e longo prazo) esteve associada ao desempenho econômico-financeiro e de mercado das empresas. Para tal, toda a análise foi feita com base em uma amostra de 188 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 cujos dados estavam disponíveis nas bases de dados do Economática e da ComDinheiro. Por meio da regressão quantílica, foi possível verificar que a Remuneração Fixa dos membros que compõem a Diretoria impactou negativamente as empresas que possuem menores valores de ROA, mas impactou positivamente as empresas que apresentam maiores valores de ROA.

Por outro lado, em empresas com menores retornos sobre o ativo, um fortalecimento do sistema de remuneração variável de curto prazo da Diretoria (expresso pelo somatório do bônus e da participação nos lucros e/ou resultados) pode ser uma importante ferramenta para auxiliar no fortalecimento desse indicador, e mesmo do próprio retorno sobre o capital próprio (mensurado pelo ROE), visto que essa variável foi positiva e significativa nos menores percentis desses indicadores. Já o sistema de remuneração de longo prazo (expresso pelas opções de ações ou mesmo remuneração via ações) não esteve associado, de forma geral, nem a melhores ou mesmo piores indicadores financeiros (expressos pelo ROA e ROE, respectivamente),

Quanto aos indicadores de mercado, notou-se que o Q de Tobin e o *Price to Book* são sensibilizados por alguma das modalidades de Remuneração Variável (quando decomposta nas parcelas de curto e longo prazo, observa-se que a remuneração variável de curto prazo é, no geral, associada positivamente apenas aos indicadores de mercado quando os modelos



analisados se referem à Diretoria). Já a Remuneração Fixa demonstrou uma relação positiva nos percentis mais altos de algumas dessas variáveis (Diretoria e/ou Conselho de Administração), a saber: ROA, Q de Tobin, *Price to Book* e Lucro por Ação.

Assim, nesta pesquisa, foi verificado que o sistema de remuneração influenciou muito mais os indicadores econômico-financeiros do que os indicadores de mercado, sendo o ROA o mais impactado quando comparado ao ROE. Foi possível perceber que, no geral, as alterações no sistema de remuneração da Diretoria (principalmente na variável de curto prazo) tendem a exercer muito mais impacto nos indicadores analisados do que eventuais mudanças no sistema de remuneração do Conselho de Administração. Uma explicação para tal fato provavelmente está atrelada às diferenças nos montantes financeiros: tendo como base a remuneração total média, percebe-se que os membros da Diretoria recebem valores muito mais altos do que os membros do Conselho da Administração. Nesta mesma referência, no que tange ao desvio padrão, o Conselho da Administração apresentou um valor muito maior do que o da Diretoria, demonstrando a heterogeneidade desses pagamentos. Quando a análise passa a recair sobre as remunerações fixas e variáveis, percebe-se que os membros do Conselho da Administração recebem remuneração fixa média inferior à recebida pelos membros da diretoria<sup>2</sup>.

Assim, as análises aqui presentes podem demonstrar aos acionistas o quanto o sistema de remuneração dos gestores afeta o preço das ações de suas empresas. Ressalta-se que a quantidade de dados faltantes da Diretoria deve ser considerada uma limitação do presente estudo.

Por fim, como sugestão para estudos empíricos futuros, propõe-se a inclusão de dados de instituições financeiras ou, ainda, uma amostra com instituições internacionais, para que seja possível estabelecer uma comparação entre as partes.

## REFERÊNCIAS

BAKER, G. P; JENSEN, M. C; MURPHY, K. J. (1998). Compensation and Incentives: Practice vs Theory. **The Journal of Finance**. Vol. XLIII, n. 03.

BARROSO, L. M. A. (2018) **Regressão quantílica: aplicações em seleção genômica ampla**. [Tese de Doutorado, UFV].

BEUREN, I. M; SILVA, M. Z; MAZZIONI, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Rev. Adm. FACES Journal**. 13(2).

BRITO, A. C. C. (2015) **Remuneração de Executivos e Desempenho de empresas de capital aberto no Brasil**. [Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas].

CAMARGOS, M. A; HELAL, D. H. (2007) Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. **XXXI Enanpad**.

CASTILHO, Z. H. R. (2015) **Relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro dos bancos de capital aberto**. XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

CHIEN, C. Y; CARVALHAL DA SILVA, A. L. (2013) Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas listadas. **Revista Brasileira de Finanças**. 11(4), pp. 481-502.

DEMIRER, I; YUAN, J. (2011). **Executive compensation and firm performance: an agency theory approach**. Texas Tech University, Track 2, Poster Session, Finance and Economics.

Funchal, J. A; TERRA, P. R. S. (2006) **Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um estudo empírico em empresas Latino-Americanas**, 30º Enanpad.

GUJARATI, D. N; PORTER, D. C. (2011) **Econometria básica** (5ª edição). Bookman.

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

KONRAHT, J. M *et al.* (2017). Remuneração Variável: Um Estudo da Relação com Indicadores Financeiros das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Facultad de Ciencias Económicas**. 26 (1), pp. 209-224.

LUCAS, A; DIJK, R. V; KLOEK, T. (2009). Outlier robust GMM estimation of leverage determinants in linear dynamic Panel Models. **Working Paper**.

MACHADO, D. G., FERNANDES, F. C; BIANCHI, M. (2016). Teoria da Agência e Governança Corporativa: reflexão acerca da subordinação da Contabilidade à Administração, **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**. Vol. 4, n. 10, pp. 39-55.

MARTIN, N. C; SANTOS, L. R; DIAS FILHO, J. M. (2004). Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista de Contabilidade e Finanças**. Vol. 15, n. 34.

MURPHY, K. J. **Executive Compensation**.(1999). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>

PATHASARATHY, A; MENON, K; BHATTACHERJEE, D. (2006). Executive compensation, firm performance and corporate governance: an empirical analysis. **Economic and Political Weekly**. Vol. 41, n. 39, pp. 4139-4147.

Pimentel, A. B; AGUIAR, A. B. (2016). Remuneração de executivos e desempenho de mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração e Contabilidade**. Vol. 21, n. 4.

RAITHATHA, M; KOMERA, S. (2016) Executive compensation and firm performance: evidence from Indian firms. **IIMB Management Review**. Vol. 28 (3), pp. 160-169.

SHIWAKOTI, R. K. (2012). Comparative analysis of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting & Finance**. n.52, pp. 213-235.

SILVA, F. N; AZEVEDO, Y. G. P; FREITAS NETO, R. M. (2017). Remuneração de executivos e criação de valor no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração e Contabilidade**. Vol. 21, n. 4, pp. 545-568.

SOUZA, P. V. S; CARDOSO, R. L; VIEIRA, S. S. C. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **REAd**. Vol. 23 (spe).

**Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:**

FERREIRA, L. G; JANUZZI, F. V; SANTOS, T. A. A Remuneração de Executivos e o Desempenho das Empresas não Financeiras da B3. **Rev. FSA**, Teresina, v. 20, n. 8, art. 5, p. 84-110, ago. 2023.

Contribuição dos Autores	L. G. Ferreira	F. V. Januzzi	T. A. Santos
1) concepção e planejamento.	X	X	
2) análise e interpretação dos dados.	X	X	
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X	X