

CENTRO UNIVERSITÁRIO UNIHORIZONTES

Programa de Pós-Graduação em Administração  
Mestrado

Maicon Marden Rodrigues

**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS E OS  
IMPACTOS DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS  
EMPRESAS DO SETOR CÍCLICO LISTADAS NA BRASIL-BOLSA-  
BALCÃO [B]<sup>3</sup>**

Belo Horizonte  
2020

**Maicon Marden Rodrigues**

**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS E OS  
IMPACTOS DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS  
EMPRESAS DO SETOR CÍCLICO LISTADAS NA BRASIL-BOLSA-  
BALCÃO [B]<sup>3</sup>**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico em Administração do Centro Universitário Unihorizontes, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. **Dr. Hudson Fernandes Amaral**

Área de concentração: Organização e Estratégia

Linha de Pesquisa: **Estratégia, Inovação e Competitividade**

Área de concentração: Organização e estratégia

Belo Horizonte  
2020

RODRIGUES, Maicon Marden

R696r

Remuneração dos executivos brasileiros e os impactos dos indicadores econômico-financeiro das empresas do setor cíclico listadas no Brasil – Bolsa - Balcão. Belo Horizonte: Centro Universitário Unihorizontes, 2020.

137 p.

Orientador: Dr. Hudson Fernandes Amaral

Dissertação (Mestrado). Programa de Mestrado em Administração. Centro Universitário Unihorizontes.

Ficha elaborada pela Bibliotecária do Centro Universitário Unihorizontes.

– Viviane Pereira CRB6 1663 -



Instituto Novos Horizontes de Ensino Superior e Pesquisa Ltda.  
**Centro Universitário Unihorizontes**  
**Mestrado Acadêmico em Administração**

**ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE Mestrado Acadêmico em Administração** do(a)

Senhor(a) **MAICON MARDEN RODRIGUES**, REGISTRO Nº. 676. No dia 17 de abril de 2020, às 14:00 horas, reuniu-se no Centro Universitário Unihorizontes, a Comissão Examinadora de Dissertação, indicada pelo Colegiado do Programa de Mestrado Acadêmico em Administração do Centro Universitário Unihorizontes, para julgar o trabalho final intitulado "**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS E OS IMPACTOS DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR CÍCLICO LISTADAS NA BRASIL-BOLSA-BALCÃO [B]³**", requisito parcial para a obtenção do **Grau de Mestre em Administração**, linha de pesquisa: **Estratégia, Inovação e Competitividade**. Abrindo a sessão, o(a) Senhor(a) Presidente da Comissão, **Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral** após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares da apresentação do Trabalho Final, passou a palavra ao(à) candidato(a) para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do(a) candidato(a). Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do(a) candidato(a) e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final: **APROVADO**. O resultado final foi comunicado publicamente ao(à) candidato(a) pelo(a) Senhor(a) Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o(a) Senhor(a) Presidente encerrou a reunião e lavrou o(a) presente ATA, que foi assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora.

Belo Horizonte, 17 de abril de 2020

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral  
Centro Universitário Unihorizontes

Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha  
Centro Universitário Unihorizontes

Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar  
Universidade Federal de Minas Gerais

Prof. Dr. José Roberto de Souza Francisco  
Universidade Federal de Minas Gerais

**DECLARAÇÃO DE REVISÃO DE PORTUGUÊS**  
**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

Declaro ter procedido à revisão da dissertação de mestrado intitulada  
**REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS E OS IMPACTOS DOS**  
**INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS EMPRESAS DO SETOR**  
**CÍCLICO LISTADAS NA BRASIL-BOLSA-BALCÃO [B]<sup>3</sup>**

apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico Centro Unihorizontes

como requisito parcial para obtenção do título de

**MESTRE EM ADMINISTRAÇÃO**

de autoria de

**MAICON MARDENS RODRIGUES**

contendo 136 páginas

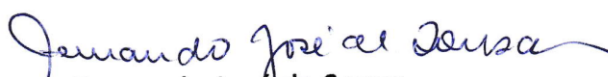
sob orientação de

**Prof. Dr. HUDSON FERNANDES AMARAL**

**ITENS DA REVISÃO:**

- Correção gramatical
- Inteligibilidade do texto
- Adequação do vocabulário

Belo Horizonte, 01 de outubro de 2020

  
Fernando José de Sousa  
REVISOR

Registro: 20710, Livro LR-36 – Decreto nº 5786/2006, Processo 2758814/2014  
Licenciado em LETRAS  
Centro Universitário de Belo Horizonte  
UNI-BH

**REVISADO**

## **AGRADECIMENTOS**

À LGA Mineração e Siderurgia S.A. - em especial ao diretor de Controladoria, Sr. Dênio Régis do Couto Lauer - e à minha amiga Patrícia Dias, pela oportunidade de iniciar e concluir meu mestrado acadêmico. Durante estes dois anos, muitas vezes precisei me ausentar de minhas obrigações, para que pudesse concretizar este maravilhoso sonho.

Ao meu orientador, Professor Dr. Hudson Fernandes Amaral, pela orientação acadêmica, pelos encontros e instruções sobre o tema. Vale mencionar seu respeito e sua atenção, bem como a sua amizade durante o desenvolvimento desta pesquisa.

Ao Professor Dr. José Roberto de Souza Francisco, pelas contribuições, recomendações, amizade e atenção.

À minha amada esposa, Aline Rodrigues, por sempre estar ao meu lado durante toda esta jornada.

Ao meu pequenino Arthur, por simplesmente existir e por ser minha maior fonte de força e inspiração para a conclusão desta pesquisa.

## RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a relação entre remuneração global dos executivos e desempenho econômico-financeiro das empresas nacionais do setor Cíclico listadas na [B]<sup>3</sup> no período de 2010 a 2018. Para tanto, utilizou-se os indicadores financeiros ROA, ROE, EBITIDA, receita líquida, margem líquida, lucro líquido, dívida líquida s/EBITIDA, fluxo de caixa Livre, valor de mercado, *Enterprise Value* e Capex. Para a construção da modelagem econométrica adotou-se a regressão não linear Gama. A base de dados da amostra pesquisa foi retirada do banco de dados da Economatica®, sendo constituída por 40 companhias de capital aberto com ações negociadas no [B]<sup>3</sup> Brasil-Bolsa-Balcão e listadas no Novo Mercado (NM). Os resultados da pesquisa demonstraram associação positiva entre a remuneração global dos executivos e os indicadores econômico-financeiros EBITIDA, margem de lucro líquida, ROE, *Enterprise Value* e VPA. No sentido oposto, os indicadores como: ROA, receita líquida, lucro líquido, fluxo de caixa livre, valor de mercado e Capex não apresentaram associação positiva.

**Palavras chave:** Remuneração global dos executivos, Setor Cíclico. Indicadores econômico-financeiros, Regressão não linear Gama.

## ABSTRACT

This research aims to analyze the relationship between overall executive remuneration and economic-financial performance of national cyclical companies listed in [B] 3 in the period 2010 to 2018. To this end, the financial indicators ROA, ROE, EBITIDA, net revenue, net margin, net profit, net debt/EBITIDA, Free cash flow, market value, Enterprise value and Capex were used. For the construction of statistical modeling, data regression and fixed effect panel were adopted in their bivariate and multivariate forms. The research sample database was taken from Economatica® database, consisting of 40 open capital companies with shares traded in the [B]3 Brasil-Bolsa-Balcão and listed in the New Market (NM). The results of the research showed a positive association between the executives' overall remuneration and the economic and financial indicators EBTIDA, net profit margin, ROE, EV and VPA. In the opposite direction, indicators such as ROA, net revenue, net profit, free cash flow, market value and Capex show no positive association.

**Keywords:** Global executive remuneration, cyclical sector, Economic-financial indicators, non-linear regression Gamma



## RESUMEN

Esta investigación tiene por objeto analizar la relación entre remuneración global de los ejecutivos y desempeño económico-financiero de las empresas nacionales del sector cíclico listadas en [B]3 en el período de 2010 a 2018. Para ello se utilizaron los indicadores financieros ROA, ROE, EBITIDA, ingresos netos, margen neto, beneficio neto, deuda líquida s/EBITIDA, flujo de caja Libre, valor de mercado, Enterprise value y Capex. Para la construcción de la modelización estadística, se adoptó la regresión de datos y panel de efectos fijo en sus formas bivariado y multivariado. La base de datos de la muestra investigada fue tomada de la base de datos de Economatica®, constituida por 46 compañías de capital abierto con acciones negociadas en [B]3 Brasil-Bolsa-Balcán y listadas en el Nuevo Mercado (NM). Los resultados de la investigación demostraron asociación positiva entre la remuneración global de los ejecutivos y los indicadores económico-financieros EBTIDA, margen de beneficio neto, ROE, EV y VPA. En el sentido opuesto los indicadores como: ROA, ingresos netos, beneficio neto, flujo de caja libre, valor de mercado y Capex no presentaron asociación positiva.

**Palabras clave:** Compensación global de ejecutivos, Sector cíclico. Indicadores económicos-financieros, regresión no lineal Gamma.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1</b> - Características dos indivíduos do modelo REMM.....	23
<b>Figura 2</b> - Constructo da pesquisa.....	69
<b>Gráfico 1</b> - Evolução da remuneração média total de 2010 a 2018.....	77
<b>Gráfico 2</b> - Evolução do EBITDA médio de 2010 a 2018 .....	78
<b>Gráfico 3</b> - Evolução do lucro líquido médio de 2010 a 2018 .....	80
<b>Gráfico 4</b> - Evolução da margem de lucro líquido média de 2010 a 2018 .....	81
<b>Gráfico 5</b> - Evolução da dívida total líquida média de 2010 a 2018.....	81
<b>Gráfico 6</b> - Evolução da dívida líquida/Ebitda média de 2010 a 2018 .....	82
<b>Gráfico 7</b> - Evolução da rentabilidade do ativo médio (ROA) entre 2010 a 2018 .....	89
<b>Gráfico 8</b> - Evolução da rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) médio de 2010 a 2018 .....	90
<b>Gráfico 9</b> - Evolução do Capex (capital expenditure) médio de 2010 a 2018.....	91
<b>Gráfico 10</b> - Evolução do FCL médio de 2010 a 2018.....	92
<b>Gráfico 11</b> - Evolução do valor de mercado das empresas entre 2010 e 2018 .....	93
<b>Gráfico 12</b> - Evolução do EV ( <i>Enterprise Value</i> ) de 2010 a 2018.....	94
<b>Gráfico 13</b> - Evolução do patrimônio em relação ao valor do patrimônio por ação de 2010 a 2018 .....	95
<b>Gráfico 14</b> - Evolução da receita líquida média de 2010 a 2018 .....	96
<b>Gráfico 15</b> - Evolução da ML por empresa no período de 2012 a 2018.....	97
<b>Gráfico 16</b> - Evolução do LL por empresa no período de 2012 a 2018.....	98
<b>Gráfico 17</b> - Evolução da DL por empresa no período de 2012 a 2018.....	99
<b>Gráfico 18</b> - Evolução da DLSE por empresa no período de 2012 a 2018 .....	100
<b>Gráfico 19</b> - Evolução do FCL por empresa no período de 2012 a 2018 .....	101
<b>Gráfico 20</b> - Evolução do CAPEX por empresa no período de 2012 a 2018.....	103
<b>Gráfico 21</b> - Evolução do EV no período de 2012 a 2018.....	109

<b>Quadro 1</b> - Principais estudos sobre governança corporativa .....	27
<b>Quadro 2</b> - Síntese comparativa entre os modelos de governança corporativa .....	29
<b>Quadro 3</b> - Principais estudos sobre remuneração de executivos, nos níveis nacional e internacional.....	50
<b>Quadro 4</b> - Estudos sobre indicadores de performance <i>versus</i> remuneração de executivos .....	42
<b>Quadro 5</b> – Companhias abrangidas pela pesquisa.....	70
<b>Quadro 6</b> – Composição pelo número de empresa por setor .....	71
<b>Quadro 7</b> – Indicadores de remuneração – Variáveis dependentes.....	74
<b>Quadro 8</b> – Indicadores econômico-financeiros -Variáveis Independentes.....	75

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Estatística descritiva dos indicadores financeiros .....	86
<b>Tabela 2</b> - Modelo de regressão de dados em painel, efeitos fixos .....	103
<b>Tabela 3</b> – Síntese dos resultados.....	108

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
ADTV	<i>Average Daily Trading Volume</i>
AT	Ativo Total
B3	Brasil Bolsa Balcão
BDR	<i>Brazilian Deposit Receipts</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CEO	<i>Chief Executive Office</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Fluxo de Caixa dos Ativos Investimentos
DIV TT LQ	Dívida Total Líquida
DIVEXT	Sistema de Divulgação Externa
DIVLQ/EBITIDA	Dívida Líquida Sobre Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
DV	Despesas Variáveis
EBITIDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization</i>
EM	Estimação do Modelo
EV	<i>Enterprise Value</i>
EVA	Valor Econômico Agregado
FCL	Fluxo de Caixa Livre
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
GLS	Mínimos Quadrados Generalizados
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IGC	Índice de Governança Corporativa
JSE	<i>Johannesburg Securities Exchange</i>
L2	Nível II
LL	Lucro Líquido
LN	Logaritmo Neperiano
LO	Lucro Operacional
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários

MVA	Margem de Valor Agregado
NM	Novo Mercado
ON	Ações Ordinárias
OPA	Oferta Pública de Aquisições de Ações
P/VPA	Preço Sobre o Valor Patrimonial
PGD	Presidente e Executivo Pelo <i>Président Directeur</i>
PL	Patrimônio Líquido
PLR	Programa de Participação no Lucro
RB	Receita Bruta
REMM	Modelo Maximizado, Avaliador, Adaptativo
RENPAT(MED)	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
RENTAT	Rentabilidade do Ativo
ROA	Retorno Sobre o Ativo
ROE	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
RT	Remuneração Total
RV	Receita de Vendas
SOX	<i>Sarbanes Oxley Act</i>
VPA	Valor Patrimonial Por Ação

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>15</b>
1.1 Objetivos da pesquisa .....	19
1.1.1 Objetivo geral .....	19
1.1.2 Objetivos específicos.....	19
1.2 Justificativa.....	19
1.3 Estrutura do estudo .....	20
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>22</b>
2.1 Teoria da agência .....	22
2.2 Governança corporativa .....	26
2.2.1 Modelos de governança corporativa .....	31
2.3 Níveis de governança corporativa no Brasil.....	35
2.4 Contribuições relevantes de estudos sobre a remuneração dos executivos versus desempenho financeiro das companhias.....	43
2.5 Remunerações dos executivos - <i>versus</i> desempenho econômico-financeiro das companhias .....	47
2.6 Criação de valor para os acionistas .....	58
2.7 A importância dos indicadores financeiros .....	61
2.8 Indicadores de rentabilidade.....	63
2.9 Indicadores de endividamento.....	65
2.10 Indicadores de valor de mercado .....	66
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>69</b>
3.1 Tipo de pesquisa.....	70
3.2 Abordagem da pesquisa.....	70
3.3 População e amostra da pesquisa.....	71
3.4 Coleta de dados e definição das variáveis da amostra.....	73
3.5 Modelo Econométrico.....	76
<b>4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>88</b>
4.1 Análise de regressão com dados em painel .....	105
4.2 Análise de regressão não linear gama .....	107
4.3 Síntese dos resultados estatísticos .....	111
4.4 Limitações das análises estatísticas realizadas.....	112
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>114</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>119</b>
<b>APÊNDICES</b> .....	<b>131</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O conflito de agência ocorre nas empresas, segundo Jensen e Meckling (1976), quando os interesses econômico-financeiros do principal não estão alinhados aos interesses dos agentes. Este se manifesta quando as políticas e os procedimentos das empresas não são definidos, regulados e monitorados pelos principais, oferecendo aos agentes a oportunidade de realizar práticas espúrias, ineficientes ou negligentes. Entretanto, em muitos casos, os agentes possuem atribuições não alinhadas às decisões estratégicas das empresas. Quando esses atos são recorrentes, as empresas tendem a perder seu valor de mercado perante os investidores externos. Uma ferramenta adotada pelos investidores para precificar uma empresa contempla as boas práticas de gestão empresarial, ou seja, a governança corporativa (DENIS, 2001).

Os primeiros estudos sobre o conflito de agência foram realizados pelos pesquisadores norte-americanos Berle e Means (1932), em sua obra *The Modern Corporation and Private Property* e são considerados os pioneiros dos estudos sobre a matéria. O modelo de gestão por eles criado se baseia na separação entre controle e propriedade, bem como nos potenciais custos inerentes a esse processo. Tais custos ocorrem quando o controle acionário é pulverizado, aumentando as chances de os agentes agirem em benefício próprio, deixando de lado os interesses dos principais.

Durante o processo de evolução dos estudos em Governança Corporativa, notava-se a ausência de linhas de pesquisa maciça acerca do tema. Era essencial desenvolver uma teoria que descrevesse os atos de gestão, como a alocação do capital que eles realizam, levando ao conhecimento dos acionistas (DENIS, 2001).

Na segunda metade do século XX foram desenvolvidos estudos que ampliaram a compreensão das empresas, notadamente sobre seu funcionamento, citando-se as significativas contribuições de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972) Preston (1975) e Klein (1976) – e de custos de agência – Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975), para maior compreensão dos conceitos de direito, propriedade e controle.



Jensen e Menckling (1976) deram sequência aos estudos sobre a separação entre propriedade e controle, tornando-se a principal referência nos estudos sobre governança corporativa *main stream*, ou seja, linha-mestra da governança corporativa atual. Em sua abordagem da teoria do agente principal, na qual definem a relação contratual entre o principal (contratante) e o agente (contratado), os autores concluíram que é difícil afirmar que o agente tomará decisões frequentemente a favor do principal, gerando conflito de interesses entre agente e principal. Os autores apresentaram três grandes contribuições com seus estudos: criação da teoria da agência, na qual mostraram o conflito de interesses entre o principal e o agente, comprovados empiricamente em modelos preditivos; modelagem dos custos de agência, demonstrando sua relação entre a propriedade e o controle das empresas; e nova definição de firma, na qual estabeleceram um ponto de ligação para o conjunto de relacionamentos contratuais entre o agente e o principal (JENSEN; MENCKLING, 1976).

No final da década de 1990, os Estados Unidos registraram escândalos fraudulentos de grandes proporções mundiais. O emblemático caso da falência da maior companhia de energia do mundo, a *Enron Corporation*, trouxe à luz a necessidade de aperfeiçoamento das práticas de gestão. Outras empresas americanas seguiram o mesmo destino, como a gigante de telecomunicações *Worldcom* e a de auditoria Arthur Andersen (PALEPU; HELAY 2003).

Os escândalos demonstraram a fragilidade da governança corporativa dessas empresas, causando significativa redução dos níveis de confiança dos investidores nos mercados econômicos globais. Nesse contexto, foi sancionada em 2002, nos EUA, a Lei Sarbanes Oxley, elaborada pelo senador Paul Sarbanes e o deputado republicano Michael Oxley. Foi o início do conceito moderno da Governança Corporativa, pois abrangia todos os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. As empresas brasileiras de capital negociadas na Bolsa de Valores de Nova York estão sujeitas à esta lei (PALEPU; HELAY, 2003).

Ao longo dos anos, várias empresas decretaram falência, não apenas pela ausência de competitividade ou obsolescência de seus produtos ou serviços, mas pela falta de “boas práticas de governança corporativa”. Os poderes ilimitados concedidos aos executivos faziam com que as decisões estratégicas fossem tomadas de acordo com interesses próprios. Estas práticas, quando não alinhadas aos objetivos dos acionistas, ocasionavam sério desequilíbrio em sua estrutura de capitais (DENIS, 2001).

A consolidação da Governança Corporativa passou a ter mais importância no período pós-crise global no início do ano 2000. Grandes avanços ocorreram, trazendo uma série de normatizações, orientadas para minimizar os riscos na gestão empresarial das empresas, visando enfatizar a transparência das informações econômicas e financeiras e determinar o respeito aos acionistas minoritários das companhias listadas na [B]<sup>3</sup> (DENIS, 2001).

A Governança Corporativa, segundo Rossetti e Andrade (2011), consiste na implantação de quatro pilares essenciais às políticas e aos procedimentos das empresas: a) transparência das informações econômico-financeiras, com o intuito de não restringir as informações a quem quer que seja; b) equidade, ou seja, todos os acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários, devem receber o mesmo tratamento; c) apresentação das prestações de contas de maneira clara, concisa e comparável aos acionistas e d) responsabilidade comparativa, segundo a qual todos os agentes envolvidos na atividade econômica da empresa devem estar cientes da viabilidade econômica do processo, bem como das variações que possam ocorrer durante o exercício das atividades empresariais.

Silva (2006) sustenta que a principal ferramenta utilizada na adoção de práticas de Governança Corporativa é a criação do Conselho de Administração, cuja função principal é acompanhar a atuação da Diretoria Executiva, por meio do monitoramento das condutas dos executivos, da alocação dos recursos financeiros e da apresentação de relatórios de *performance* periódicos sobre a real situação econômica da empresa. Hoje, as empresas precisam adotar, de forma explícita, boas práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de reduzir os custos de agência (FUNCHAL; TERRA, 2005). Para isso, uma boa estratégia consiste em fixar a política da remuneração de

seus executivos, visando sempre à maximização da geração de valor, garantir a saúde financeira da empresa e o desempenho operacional em níveis satisfatórios perante os interesses dos acionistas (WOOD JR; PICARELLI FILHO, 2004).

A partir de 2010, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com base na Instrução Normativa 480/09, obrigou as empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado da [B]<sup>3</sup> a divulgarem os valores pagos a seus diretores e executivos a título de remunerações, fixa e variável. Esta medida contribuiu, de forma significativa, para que as empresas brasileiras alcançassem níveis satisfatórios em termos de boas práticas de governança corporativa, determinados pela [B]<sup>3</sup> (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

Uma das medidas mais utilizadas para fixar a remuneração global dos executivos brasileiros envolve a participação nos lucros e o pagamento baseado em ações (*stock options*). No entanto, há que ressaltar que tais estratégias de remuneração são amplamente criticadas por priorizarem os resultados de curto prazo (AURELI; SALVATORI, 2012)

A teoria da agência adverte que os executivos do topo precisam estar motivados e alinhados na busca para atingir os objetivos organizacionais. As estratégias de remuneração têm por objetivo reduzir o conflito de agência entre o principal e o agente (JENSEN; MENCKLEN, 1976)

Diante do que foi exposto até aqui, formula-se como questão de pesquisa: **Como se configura a associação entre a forma de remuneração dos executivos brasileiros e o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor cíclico listadas no Novo Mercado da [B]<sup>3</sup>?**

## 1.1 Objetivos da pesquisa

Com a finalidade de responder à questão de pesquisa, estabeleceram-se os seguintes objetivos:

### 1.1.1 Objetivo geral

Analisar a relação entre a remuneração dos executivos brasileiros e o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor cíclico do Brasil listadas na [B]<sup>3</sup> no período de 2010 a 2018

### 1.1.2 Objetivos específicos

- a) apresentar as formas de remuneração dos executivos brasileiros;
- b) apresentar e analisar os indicadores econômico-financeiro;
- c) analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho econômico-financeiro das empresas da amostra.

## 1.2 Justificativa

Em relação ao aspecto acadêmico, foram consultadas as seguintes bases de dados: *Scientific Electronic Library Online* (SCIELO), Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD), *Google Acadêmico* (GOOGLE) e *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPEEL). As palavras-chave utilizadas foram: *remuneração estratégica, remuneração de executivos, governança corporativa, medidas de desempenho dos executivos, formulário de referência, indicadores econômicos e financeiros, conflito de agência e setor cíclico brasileiro.*

Os periódicos encontrados citam estudos sobre os diversos setores da economia brasileira, com destaque para: Bancário, Alimentício, Mineração, Consumo cíclico, Consumo não cíclico, Energia elétrica, Varejista, Tecnologia, Administração, Ciências Contábeis e Turismo. Existem poucos estudos brasileiros a respeito do tema “Remuneração de executivos e indicadores econômicos - financeiros”. No entanto, não foi encontrado nenhum trabalho direcionado à remuneração estratégica de

executivos brasileiros ligados ao setor cíclico brasileiro das companhias listadas na [B]<sup>3</sup>.

Antonelli *et al.*, (2016) esclareceram que, em relação ao aspecto organizacional, a implantação de boas práticas de gestão permite às empresas criar mecanismos capazes de garantir bom desempenho de seu fluxo de caixa. Entretanto, o objetivo maior das empresas consiste em aumentar suas chances de existência no longo prazo. Para os investidores, as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa aumentam de forma exponencial seus valores de mercado no longo prazo (ANTONELLI *et al.*, 2016).

Em relação ao aspecto social, a amostra abordada por esta pesquisa contempla as empresas do setor de Consumo cíclico listadas na [B]<sup>3</sup> e inclusas no Novo Mercado, fator reconhecido como essencial à contribuição para a formação e o crescimento do PIB brasileiro. Proporciona à todas as pessoas físicas que desejam se tornar investidores a possibilidade de melhorar suas escolhas dentre as companhias listadas na [B]<sup>3</sup> (FUNCHAL; TERRA, 2005; BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

### **1.3 Estrutura do estudo**

Esta pesquisa é composta por cinco capítulos, elaborados de acordo com a proposta de seu desenvolvimento e análise.

No primeiro capítulo, apresentam-se o problema da pesquisa, os objetivos da pesquisa geral e específicos, a justificativa e a estrutura do estudo.

O segundo capítulo descreve o referencial teórico, dando ênfase à teoria da agência e à remuneração dos executivos *versus* desempenho econômico-financeiro das empresas do setor cíclico listadas na Bolsa-Brasil-Balcão.

No terceiro capítulo, detalham-se o procedimento metodológico para a elaboração da pesquisa e o procedimento estatístico utilizado, compreendendo: tipo de pesquisa, abordagem da pesquisa, e população e amostra da pesquisa, coleta de dados, definição das variáveis da amostra e método econométrico.

O quarto capítulo procede a apresentação e análise dos resultados.

No quinto capítulo, formulam-se as considerações finais. Seguem-se as referências bibliográficas e os anexos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo abordam-se os tópicos: “Teoria da Agência”, “Governança Corporativa”, “Criação de valor aos acionistas” “Remuneração dos executivos *versus* desempenho econômico-financeiro das empresas do setor cíclico listadas na Brasil – Bolsa – Balcão”.

### 2.1 Teoria da agência

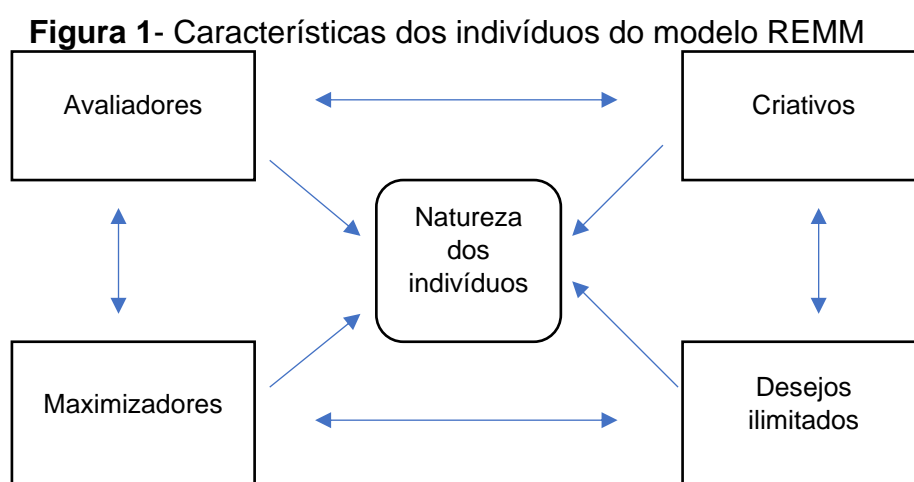
A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) foi desenvolvida a partir dos trabalhos de Berle e Means (1932) e Coase (1937), que a definem como sendo a divergência de pensamento entre gestores e investidores, designando-a de “Conflito de Agência”, onde os gestores irão agir com base em seus próprios interesses, em prejuízo dos acionistas. Como resultado da participação ativa e permanente dos executivos na gestão dos negócios, o montante de informações produzidas e acessíveis aos executivos difere daquele disponibilizado aos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

A diferença relativa ao nível das informações disponibilizadas aos agentes e aos principais é chamada de “assimetria informacional” e exerce influência significativa nas decisões sobre investimentos, financiamentos e política de dividendos (MYERS; MAJLUF, 1984). Ainda para Myers e Majluf (1984), quando a assimetria informacional e o conflito de agência estão alinhados, a tendência é que determinados custos (custo de agência) sejam reduzidos. Dentre os mecanismos eficientes de governança corporativa descritos por Jensen e Meckling, capazes de mitigar ou reduzir os conflitos, citam-se: Conselho de administração, Conselho Fiscal, Auditoria, Contabilidade e Agências Reguladoras (JENSEN; MECKLING, 1976).

Fama (1980) afirma que a separação entre propriedade e controle é uma das formas organizacionais mais eficientes para monitorar os agentes. Trata-se de um contrato firmado entre os proprietários (principais) e os gestores (agentes) em que os primeiros transferem aos últimos o controle das companhias, com o objetivo de maximizar o valor delas para os acionistas. No entanto, existem algumas características que podem afetar negativamente a maximização do valor da companhia para o acionista,

como o individualismo e o oportunismo (SMITH, 2009). Jensen (1994) aponta diversas características capazes de estimular o surgimento dos conflitos entre os agentes e os principais, os quais se relacionam à natureza dos indivíduos. O autor Jensen (1994) criou conceitos que proporcionam o desenvolvimento de hipóteses acerca do comportamento dos indivíduos em virtude de suas características ou de sua natureza.

A FIG. 1 mostra as características dos indivíduos segundo sua natureza, desencadeando desejos ilimitados.



**Fonte:** Elaborado a partir de Jensen, 1994.

Tais características constituem base para os conflitos de agência em relação aos indivíduos avaliadores, segundo Correia e Amaral (2008), pois, buscam identificar e avaliar diversas variáveis de comportamento, citando-se: “conhecimento, meio ambiente, honra, relacionamentos interpessoais, *status*, aprovação dos colegas, normas do grupo, cultura, prestígio, riqueza e normas de conduta”. Além disso, eles farão, com muita frequência, os chamados “*trade-offs*”, que propiciam a potencialização e a maximização do bem-estar próprio (JENSEN, 1994). Por fim, apresentam preferência em relação aos indivíduos, criativos e maximizadores, revelando desejos ilimitados. Ou seja, se mostrarem preferência por uma determinada opção ótima mas outra superior surgir, sua preferência será pela opção substituta (JENSEN, 1994).



A insatisfação do indivíduo decorre do fato de que seus desejos são contínuos e ilimitados. Ou seja, eles buscarão sempre o maior número de produtos e serviços e sempre buscarão mais para si próprio, não importando os obstáculos propostos. Isso faz com que a satisfação de uma necessidade inicial seja precedida do surgimento de outra a ser satisfeita, e assim sucessivamente (JENSEN, 1994).

Os indivíduos maximizadores têm como meta aumentar seu bem-estar em todas as oportunidades. Apesar de sua busca insaciável pelo maior bem-estar e dos desejos infinitos, a capacidade de suprirem seus desejos será limitada (e.g., regulação e recursos disponíveis). Diante disso, a limitação em analisar o ambiente e encontrar todas as oportunidades possíveis ao seu redor resultará que suas escolhas estarão ligadas aos custos de obtenção de informações úteis e disponíveis para uma melhor tomada de decisão (CORREIA; AMARAL, 2008).

Os indivíduos criativos conseguem analisar o ambiente em que estão inseridos e encontram alternativas para atender suas metas (JENSEN, 1994). No contexto da contabilidade das companhias, pode-se observar a recorrência a procedimentos específicos para atingir seus objetivos (WATTS, 1992).

No atual contexto da adoção das normas internacionais contábeis (*International Financial Reporting Standards ou IFRS*) este comportamento foi observado por Ball (2006), destacando que a adoção do padrão IFRS pode não implicar na padronização de fato das informações contábeis. A flexibilidade das normas e a não interpretação coerente dos princípios implícitos, sobretudo do “*fair value accounting*”, ou seja, o valor justo, podem não acarretar práticas contábeis coesas, principalmente aquelas inseridas em um ambiente em que os agentes possuem interesses individuais insaciáveis (BALL, 2006).

Jensen (1994) afirma que, além dessas características, o conflito de agência consiste na divergência de ações ou decisões entre a expectativa dos proprietários (principais) e a gestores (agentes). Os agentes, ao assumirem o controle total da companhia dos principais, passam a deter uma gama maior de informações estratégicas sobre suas operações e sobre sua capacidade de geração de benefício econômico (JENSEN, 1994). Ocorre que, dadas as características citadas até então (avaliadores, criativos,

maximizadores e desejos ilimitados), os indivíduos podem agir contra os interesses dos principais, priorizando seu bem-estar próprio (FAMA, 1980). Isso provocará nas companhias a obrigatoriedade de implementar mecanismos capazes de minimizar a possibilidade de que os agentes ajam constantemente em benefício próprio. Dessa forma, as companhias precisarão recorrer a soluções nos chamados custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os custos de agência constituem um conjunto de recursos gastos, normalmente estabelecidos contratualmente. Têm por objetivo principal maximizar o valor da companhia para o acionista. Sua existência tende a gerar um ganho intrínseco no valor da companhia. Ou seja, a falta de procedimentos de governança corporativa, capazes de minimizar o risco de os agentes agirem em benefício próprio, tende a proporcionar uma redução do valor da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Diante desse princípio de se maximizar o valor da companhia para os acionistas em virtude da natureza humana, os dispêndios com custos para controlar e estimular os agentes a buscarem os objetivos dos principais fazem surgir a governança corporativa (MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2011).

Martynova e Renneboog (2011) consideram que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos contratuais, cujo objetivo é de conceder proteção aos acionistas e aos credores externos à companhia. A preocupação com os procedimentos de governança se acentuou no cenário internacional no início da década de 2000 a partir do caso Enron e, especialmente, após a criação da SOX (*Sarbanes Oxley Act.*). Segundo os autores, existem sinais claros de que a adoção da SOX fortaleceu os mecanismos de governança corporativa utilizados pelas companhias (MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2011). Como resultado, essa melhoria na governança passou a significar uma associação positiva com o valor da firma. Brickley e Zimmerman (2010) destacam que os princípios de governança corporativa não apresentam uma definição única, mas que, geralmente, tais conceitos seguem as seguintes premissas: separação entre controle e propriedade, mecanismos internos e externos de controle dos agentes, mecanismos que potencializam a maximização do valor para acionistas e mecanismos que potencializam a maximização de valor para os acionistas e demais partes interessadas.

## 2.2 Governança corporativa

Com o avanço do mercado de capitais e do sistema capitalista, as companhias foram obrigadas a implantar políticas, procedimentos e monitoramentos capazes de equilibrar os interesses entre o principal e o agente. Cita-se a necessidade de separar os interesses dos sócios e os dos administradores. Além disso, a criação das sociedades anônimas permitiu o acesso a investimentos anônimos, proporcionando mais rentabilidade a seus portfólios de investimentos (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). O estudo acadêmico de Barle e Means (1932) sobre a composição acionária das empresas americanas se tornou referência ao constatar que os interesses entre o principal e o agente eram, normalmente, divergentes.

Situados entre os principais autores acerca do tema “Governança corporativa”, Jensen e Meckling (1976) constataram a necessidade de se discutir mudanças na segurança dos investidores. Ao longo dos anos, verificaram não haver simetria de informações nas companhias. Era evidente o conflito de interesses entre os acionistas (principal) e o gestor (agente). Tal fenômeno foi denominado “conflito de agência” (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para tentar minimizar o conflito de agência foram criados mecanismos de controles, com o intuito de monitorar os agentes. Isso proporcionou, a princípio, a diminuição do valor da empresa em detrimento dos custos elevados de implantação, mas justificado pelos benefícios proporcionados, tais como: monitoramento do comportamento do gestor, dilapidação da riqueza do principal e controle dos conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Agrawal e Knoeber (1996), os principais mecanismos de monitoramento dos agentes são: acionistas internos, acionistas institucionais, grandes blocos de controladores, conselheiros externos, políticas de endividamento, mercado de trabalho para gestores e controle corporativo. Tais mecanismos devem ser implantados nas organizações, de forma a atender às necessidades dos agentes e à diminuição do conflito de agência. Adicionalmente, sua intensidade e extensão devem ser analisadas, para que os custos de agência não proporcionem deterioração do valor de mercado da empresa (AGRAWAL; KNOEBER, 1996).

Os executivos possuem informações privilegiadas (*insiders*) em relação à companhia em todos os aspectos de gestão e operação, sendo capazes de se beneficiarem, proporcionando a rentabilização do negócio segundo seus interesses (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse cenário de profundo conflito de interesses entre as partes dentro das companhias é que surge o termo *governança corporativa*, descrito por Shleifer e Vishny (1997) como uma série de medidas de gestão para que os investidores possam garantir o retorno sobre seus investimentos. Criava-se, assim, a assimetria necessária das informações entre os participantes da firma. Uma vez adotadas as medidas de governança corporativa, elas se tornam capazes de produzir segurança necessária aos investidores em geral (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Ainda, para Shleifer e Vishny (1997), ao investir na melhoria da qualidade da governança corporativa das companhias em geral, cria-se valor de mercado para as empresas, proporcionando um aumento crescente dos investidores, devido à segurança gerada pela administração da companhia.

Na visão de Antonelli *et al.* (2016), a abertura econômica que ocorreu no início da década de 1990 despertou no mundo corporativo grande interesse sobre a governança corporativa. No Brasil, com o aumento do interesse do investidor estrangeiro, tornou-se necessário implantar políticas sólidas de segurança, monitoramento e transparência dos agentes, para lhes proporcionar informações de qualidade em nível mundial, com o intuito de proporcionar a geração de valor das companhias (ANTONELLI *et al.*, 2016).

Denis (2001) afirma que os mecanismos da governança corporativa envolvem uma série de medidas, cujo objetivo é melhorar o fluxo de caixa operacional, a fim de criar a estrutura de capital perfeita para as empresas em geral. Para isso, faz-se necessário elevar os níveis de confiança dos investidores para padrões satisfatórios de transparência que proporcionem clareza das informações ao seu alcance, bem como sua segurança (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Corroboram com esse pensamento Leal, Ferreira e Silva (2002), para os quais a governança corporativa procura englobar procedimentos necessários ao monitoramento dos agentes, a fim de evitar ou diminuir os conflitos de agência, preservando os interesses dos acionistas.

Um dos pilares da governança corporativa é o Conselho de Administração. Trata-se do primeiro pilar de monitoramento dos agentes. Em sua fase de formação, o ideal é que seja composto apenas por membros independentes e em quantidade reduzida (LEAL; FERREIRA; SILVA, 2002).

Holtz e Neto (2014) descrevem o Conselho de Administração como o responsável pelo monitoramento das informações reportadas aos agentes. Adicionalmente, elabora e define as regras e diretrizes para os agentes (*Chief Executive Office – CEO*), de acordo com os interesses dos acionistas.

É de suma importância que os membros não acumulem cargos, por exemplo, o de *Chief Executive Officer (CEO)* e o de presidente do Conselho de administração para que não ocorra o conflito de agência dentro da organização (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN, 1994).

Andrade *et al.* (2016) constataram que a qualidade da composição do Conselho de Administração é capaz de gerar valor de mercado para empresa que esteja alinhada ao seu desempenho na B3 (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019). Para eles, a qualidade do Conselho de Administração influenciou de forma significativa o desempenho das companhias estudadas no período de 2004 a 2006.

Hawas e Tse (2016) explicam que a concentração de ações (propriedade) sobre determinado acionista é outro fator relacionado à estrutura da propriedade. Para eles, os acionistas majoritários exercem papel importante dentro da governança corporativa, pois, a concentração da propriedade proporciona desequilíbrio dos interesses entre administradores, acionistas majoritários e minoritários (HAWAS; TSE, 2016).

O aumento do interesse relacionado à estrutura de propriedade é de suma importância para a diminuição do conflito de agência dentro da companhia, proporcionando a captação de novos investidores e a diminuição dos custos de agência (SATO, 2007). Lugoboni *et al.*, (2018) esclarecem que a estrutura de propriedade está ligada ao efeito do alinhamento da empresa em relação à maior responsabilidade sobre o negócio como um todo, pois, caso ocorra desvalorização da companhia, haverá, na mesma

medida, redução automática da riqueza do acionista.

Junior (2005) e IBGC (2015) definem políticas de administração como mecanismos capazes de monitorar os agentes, mantendo informados os acionistas. Dentre esses monitoramentos podem-se destacar: qualidade das demonstrações financeiras; auditoria independente – atua de forma consistente no processo de validação das demonstrações financeiras, mantendo informado o Conselho de Administração; auditoria interna – com o foco na qualidade dos processos; e cumprimento dos procedimentos das normas emitidas pela organização. Reforçam os autores que o atendimento ao ambiente legal e regulatório (*compliance*) visa o gerenciamento dos riscos empresariais, citando-os como: internos – passíveis de serem resolvidos pela organização; e externos – o controle e o monitoramento se tornam ilimitados (JUNIOR, 2005; IBGC 2019).

Por fim, esses autores apontam o monitoramento do mercado de fusões e aquisições, que, em determinados casos, impede aos agentes adquirir empresas superalavancadas, com resultados negativos, advindas de vários anos de operações normais e da falta de sinergia dos negócios em questão. Essas atitudes podem levar os agentes a agirem em detrimento de seus próprios interesses (RHODES, 2012).

O Quadro 1 apresenta as principais contribuições teóricas, por autor e ano, para a criação e modelagem da governança corporativa.

**Quadro 1** - Principais estudos sobre governança corporativa

(Continua...)

Autores	Base do estudo
Berle e Means, 1932	A dispersão do capital e a tendência a evitar a priorização do interesse de um investidor apenas.
Coase, 1937	A empresa como uma série de contratos imperfeitos
Pernose, 1962	O agente tende a priorizar seus interesses em função do interesse do proprietário do capital
Jensen & Meckling, 1976	Os interesses entre o agente e o principal são divergentes.
Fama e Jensen, 1983	Contratos imperfeitos dão margens para o oportunismo e a assimetria de informações.
Agrawal e Knoeber, 1996	Mecanismos internos minimizam o problema de agência.

(Conclusão)

Autores	Base do estudo
La Porta, Lopes de Silanes e Shleifer, 1999	A dispersão do capital não é uma realidade nem mesmo nos países com mercados financeiros mais desenvolvidos.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2019) lista os princípios sólidos sobre os quais a governança corporativa está estruturada.

**Transparência** - Consiste no desejo de disponibilizar às partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve se restringir ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem com a preservação e a otimização do valor da organização (IBGC, 2019).

**Equidade** - Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas (IBGC, 2019).

**Prestação de contas - (*accountability*)** - Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis (IBGC, 2019).

**Responsabilidade corporativa** - Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzindo as externalidades negativas de seus negócios e de suas operações e aumentando as positivas, levando em consideração seu modelo de negócios e os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazo (IBGC, 2019).

Por fim, a governança corporativa reúne as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o

acesso ao capital” (IBGC, 2019).

## 2.2.1 Modelos de governança corporativa

A governança corporativa se desenvolveu de forma diferente em alguns países, refletindo exatamente o que é o mercado de capitais de cada região, a regulação e a estrutura da propriedade (TURNBULL, 1977). Segundo o autor, existem 5 (cinco) principais tipos de modelos de governança corporativa no mundo: a) anglo-saxão; b) alemão; c) japonês; d) latino-europeu; e) latino-americano.

O Quadro 2 apresenta os modelos mais comuns de governança corporativa, segundo Andrade e Rossetti, (2006).

**Quadro 2** - Síntese comparativa entre os modelos de governança corporativa

(Continua...)

Características definidoras	Modelo anglo-saxão	Modelo alemão	Modelo japonês	Modelo latino europeu	Modelo latino-americano
Financiamento predominante	Capital Próprio*	Dívida*	Dívida*	Dívida*	Dívida*
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamento	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas/ Direção	Credores Acionistas	Credores Acionistas	Majoritários Minoritários	Majoritários Minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de Administração	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Adesão crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança corporativa	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Andrade e Rossetti (2006, p. 336). \*Tradução nossa.

- a) Modelo anglo-saxão, segundo Andrade e Rossetti (2006), é utilizado em vários países, como Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e Austrália.



Para Ahmadjian (2007) este modelo apresenta grande pulverização do capital. Ou seja, na maioria das empresas os grandes investidores, normalmente institucionais, possuem, juntos, no máximo 10% do capital total. Outra característica do modelo é o *disclosure* das informações; em outras palavras, transparência total das informações.

Toms e Wright (2005) entendem que a composição do Conselho de Administração deve abarcar a maior parte de seus membros externos, o que, naturalmente, significa que a figura do agente possui maior controle em relação à suas decisões sob a ótica da gestão das organizações.

Na visão de Andrade e Rosseti (2006), as fontes de financiamento das atividades das organizações que adotam este modelo ocorrem via mercado de capitais, sendo separadas, completamente, a propriedade e a gestão.

Para Bech, Bolton e Roell (2002), todavia, os principais conflitos surgem entre os acionistas e os executivos, normalmente ocasionados pela propriedade dispersa.

Andrade e Rosseti (2006) apontam como diferencial a existência de um código amparado em boas práticas de gestão, emitidas pelo mercado de capitais e demais investidores. Isso faz com o que a empresa seja avaliada pelos seus múltiplos financeiros, além de suas práticas de gestão. O resultado é o aumento do valor das ações negociadas no mercado de capitais.

- b) O modelo alemão abrange os interesses de todos os envolvidos, tais como clientes, sociedade, instituições, credores, funcionários, governo acionistas. Voltado para as companhias, tem como objetivo gerar riquezas para todos os *stakeholders* (TURNBULL, 1997).

Para Veen e Elbertesen (2008), tal modelo é moldado em estruturas sólidas das legislações, funcionando em ambientes tanto regulatórios quanto societários. O fato de os executivos não possuírem as mesmas tarefas cabíveis ao Conselho de Administração impõe a eles um controle rígido sobre as atitudes de seus agentes. Isto porque o papel deste conselho é fiscalizar, monitorar e aconselhar seus executivos,

cabendo-lhe ainda realizar a nomeação de seus executivos (VEEN; ELBERTESEN, 2008).

O Conselho de Administração, em sua composição, é dividido em membros indicados pelos empregados e acionistas. A fonte de financiamento primária das atividades operacionais advém do crédito bancário de longo prazo. É muito comum os grandes bancos e os acionistas institucionais serem os majoritários das companhias (VEEN; ELBERTESEN, 2008).

A respeito da liquidez das participações acionárias apresentadas por este modelo, existe uma pequena parcela de ações em circulação no mercado, ou seja, o *free float*, que é bastante reduzido. Segundo os autores, é difícil encontrar companhias que tenham como controlador apenas um acionista, pois, na maioria delas as ações se concentram nos grandes fundos e bancos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

No âmbito dos limites aceitos, os sindicatos participam ativamente na forma de remunerar os executivos proporcionalmente aos resultados por eles obtidos. No entanto, é bastante comum fazer parte do pacote de remuneração dos agentes e empregados a opção de compra de ações (pagamento baseado em ações) (HÖPNER, 2001). Em relação ao conflito de agência isso ocorre entre credores e acionistas, uma vez que a concentração da propriedade é muito alta do ponto de vista societário (HÖPNER, 2001).

Outra característica do modelo alemão de governança corporativa é sua preferência pela escolha dos executivos, caracterizada pela formação técnica, enquanto nos modelos britânico e norte-americano a escolha dos executivos normalmente é realizada com base na formação em MBA (HÖPNER, 2001).

- c) O modelo japonês, também chamado de “*Keiretsu*”, tem como principal característica se basear na constituição de grupos empresariais ou familiares, proporcionando a formação de empresas interligadas, constituindo uma aliança forte para atingir o sucesso mútuo entre os participantes (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Segundo Galvão (2014), o Conselho de Administração está focado na operação e no desempenho financeiro das organizações, com o intuito de proporcionar o máximo de retorno aos acionistas. No geral, sua composição é feita por membros executivos internos, os quais, normalmente, possuem níveis hierárquicos altos dentro das companhias. Limita-se a avaliar as decisões dos agentes (TURNBULL, 1997).

Caso a organização apresente quedas significativas em seu desempenho econômico-financeiro por períodos longos, os *Keretsu* (grupos formados por famílias poderosas do Japão) e os bancos possuem amplo poder para demitir os executivos e promover outros (GALVÃO, 2014).

Este modelo apresenta um número reduzido de empresas listadas no mercado acionário, ocasionando baixa liquidez no mercado financeiro (RABELO, 1998).

- d) Para Andrade; Rosseti (2006), o modelo latino-europeu é muito comum em países como Espanha, França, Itália e Portugal e têm como característica o fato da propriedade ser bastante concentrada. Normalmente as organizações são controladas por grandes grupos empresariais e famílias. Como conflito de agência, este modelo causa a sobreposição da propriedade e das decisões de cunho gerencial, ocasionando a expropriação do fluxo de caixa dos bens dos acionistas minoritários (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

A composição do Conselho de administração é assim explicada por Andrade e Rosseti (2006, p. 364-366):

Na França, por exemplo, ainda predomina a acumulação dos cargos de presidente e Executivo pelo *Président Directeur* (PGD). Os relatórios Viénot, tão importantes na França quanto os relatórios dos anos 90 no Reino Unido, sugeriram a separação das funções, a administração independente e a constituição de comitês, entre os quais os de remuneração executiva (ANDRADE; ROSSETI, 2006, p.364-366).

O exercício das forças de controle neste modelo emerge da condição interna, mediante a concentração e a propriedade (ANDRADE; ROSSETI 2006). As forças externas não são tão atuantes quanto em outros modelos, ocasionando menor proteção para os acionistas minoritários (HÖPNER, 2001).

#### e) Modelo latino-americano

Segundo Soctt (1997) e Carlsoon (2001), este modelo de governança Corporativa é similar aos modelos alemão e japonês. Embora apresente diferentes formas de estrutura de capital, caracteriza-se pela grande concentração da propriedade e pela existência de propriedade cruzada. As ações são, em sua maioria, preferenciais e com baixa liquidez no mercado (SOCTT, 1997).

Este modelo é praticado por países como Brasil, Colômbia, Chile e Argentina. Tem como característica societária a presença de grandes grupos familiares, estatais e conglomerados econômicos. Assim como o modelo latino-europeu, tem como seu conflito de agência a prática de expropriação dos acionistas, com a diferença que o conflito de agência ocorre, basicamente, entre os minoritários e os majoritários, ou seja, com a prática de emissão sem direito a votos (*tag along*), que permite que as posições acionárias sejam realizadas de forma frequente no mercado financeiro (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

No que diz respeito à propriedade, os interesses entre o agente e o principal são sobrepostos pelos majoritários sobre os minoritários, assim como o controle exercido dentro da organização, residindo aí o principal fator de conflito (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

A composição do Conselho de Administração, basicamente, considera um membro das famílias e os membros com interesses de externos em detrimento das relações advindas dos negócios feitos pela organização (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

### **2.3 Níveis de governança corporativa no Brasil**

A partir dos anos 1990, com a abertura econômica decorrente das privatizações, o Brasil precisou adotar boas práticas de gestão das organizações. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), renomeado em 1999 como “Instituto Brasileiro de Governança Corporativa” (IBGC). Seu principal objetivo era incentivar e influenciar protagonistas da sociedade quanto à adoção de práticas transparentes e responsáveis pela direção das organizações. Ainda em 1999, o IBCG lançou o primeiro Código das Melhores Práticas de Gestão Corporativa (IBGC, 2019).

Tais medidas foram muito bem aceitas pelos investidores em geral, dispostos a pagar maiores valores pelas empresas que adotassem boas práticas de governança corporativa. Os resultados da adesão à governança corporativa foram: a proteção dos interesses dos agentes e a longevidade das empresas em geral (IBGC, 2019).

O avanço da governança corporativa no Brasil aconteceu a partir de 2000, com o surgimento do segmento Novo Mercado, o qual ofereceu, desde sua criação, um padrão de governança corporativa diferenciado a todos os investidores. A partir da elaboração da primeira listagem, em 2002, ele se tornou a métrica principal de transparência e governança, tornando-se uma exigência dos investidores para as novas aberturas de capital. Atualmente ele é recomendado a todas as empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc. (IBCG, 2019).

Os principais objetivos da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil, segundo Vilhena e Camargo (2015), foram: elaborar e divulgar um conjunto de práticas de governança para aumentar a transparência e o fluxo de informações entre investidores e gestores; dirimir o custo de capital e a assimetria informacional; e aumentar a liquidez e a valorização acionária para as empresas que adotam essas práticas (VILHENA; CAMARGO, 2015).

À medida que a companhia aumenta seus níveis de governança corporativa, aumentam as exigências legais e de transparência na mesma proporção. Lima *et al.* (2015) afirmam isso ao mencionarem que o ingresso no mercado diferenciado (NM) segue requisitos de acesso diferentes, sendo mais exigentes conforme o nível vai subindo, com base no índice de governança corporativa (IGC) (VILHENA; CAMARGO, 2015).

Na última década, o Novo Mercado se firmou como segmento destinado a negociar ações de empresas que adotam voluntariamente práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação brasileira. A vinculação a este segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e da existência de estruturas de fiscalização e controle (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

Black, Carvalho e Sampaio (2014) investigaram as práticas de governança de empresas brasileiras aplicadas em 2004, 2006 e 2009. Eles construíram um amplo índice de governança corporativa. Posteriormente, analisaram a evolução da governança corporativa no Brasil, associando-a ao valor da empresa. O resultado foi a evolução positiva das práticas de governança corporativa ao longo deste período. Os motivos que contribuíram para a evolução da governança corporativa foram: crescimento nas listagens Novo Mercado e Nível II (NM e L2), principalmente por meio de IPOs de novas empresas; e melhores práticas em empresas não pertencentes ao NM e L2, mediante a adoção de elementos de governança necessários para a listagem NM e L2 (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014).

Para eles, as práticas de governança para as empresas listadas em Novo Mercado e Nível 1 foram classificadas como “estáveis”. A adoção dos elementos do índice de governança desenvolvido pelos autores é necessária para a listagem NM e Nível 1, esperando-se maior valor de mercado das empresas. Em oposto, a adoção dos demais elementos do índice não detecta o valor da empresa. Assim, mudanças nas práticas de governança se mostram satisfatórias para responder às preferências dos investidores (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014).

Tavares e Penedo (2018) verificaram que as práticas de governança corporativa das empresas são diretamente proporcionais ao nível de segmentação encontrados na [B]<sup>3</sup>. Ou seja, as companhias que possuem práticas mais rígidas são mais aderentes proporcionalmente aos níveis de governança corporativa, se comparadas àquelas que praticam um nível menor.

Catapan e Colauto (2014) examinaram a relação entre os níveis de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras listadas na [B]3, considerando o período 2010-2012. Os dados foram obtidos do DIVEXT-sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e do *software* Empresas Net, também da CVM. Adicionalmente, aplicaram o modelo de regressão com dados em painéis para analisar as relações entre as variáveis. O resultado evidenciou uma relação direta entre o valor de mercado das empresas e os níveis de divulgação e de transparência das informações. Quanto maior o nível de

evidenciação das informações econômico-financeiras, maior o valor de mercado das empresas. Observou-se, também, relação entre o índice de governança corporativa e duas variáveis: Q de Tobin e *Return On Assets*-ROA.

Badele e Fundeanu (2014) estudaram o mercado financeiro na Romênia, país onde a governança se iniciou em termos conceituais e de regulamentos, no início dos anos 2000. Encontraram que as melhores práticas de governança corporativa agregam valor e reduzem o custo de capital. Além disso, consideraram que essas práticas de governança são fatores importantes para a captação de investimentos, internos e externos, bem como para o aumento do desempenho financeiro e da competitividade de longo prazo.

Os mecanismos de governança corporativa no Brasil foram implementados a partir de dezembro de 2000, com o objetivo de oferecer aos acionistas das companhias brasileiras listadas na [B]<sup>3</sup> maior nível de proteção em relação àqueles descritos pela Lei das Sociedades por Ações. Adicionalmente, estes mecanismos elevam o valor de mercado das empresas, no sentido de potencializar a valorização das ações das companhias, à medida que alcançam níveis superiores. Estes níveis são divididos da seguinte forma: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (NM).

O Novo Mercado possui exigências maiores em relação aos demais níveis, pois, as companhias devem se comprometer a adotar práticas de governança corporativa diferenciadas e com regras adicionais. No entanto, estas mesmas regras não poderão ser conflitantes com a legislação brasileira vigente (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

São muitas as vantagens das companhias que se enquadram neste nível, destacando-se: melhor precificação de suas ações no mercado acionário; baixo custo de captação de recursos, com a premissa de que os investidores se propõem a pagar um prêmio de captação com base nas melhores práticas de governança corporativa, por meio do alto grau de transparência das informações, ou seja, do mercado acionário. Esta pode ser uma alternativa bastante interessante quanto ao custo de capital das companhias (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

A [B]3 possui um mecanismo capaz de selecionar as empresas que aderem às listagens de governança corporativa, diferenciando-se daquelas companhias que possuem as melhores práticas em governança corporativa por meio de um índice (IGC) 6. No entanto, a adesão das companhias aos NDGC e ao Novo Mercado é optativa, ou seja, de forma voluntária. É caracterizada pela adesão a um contrato entre a companhia, controladores, administradores e a [B]<sup>3</sup> por meio do qual, se comprometem a cumprir práticas diferenciadas de governança corporativa exigidas pelo Novo Mercado (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

Caso desejem reincidentir o contrato firmado entre as partes, as companhias ficam desobrigadas a honrar os compromissos assumidos para cada nível de governança corporativa. A forma de compensar os acionistas e investidores será o direito de receber uma oferta pública de aquisições de ações, no mínimo, pelo valor econômico. (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

As principais características do Novo Mercado são:

- Todos os acionistas possuem o direito de vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador, em caso de venda do controle geral por parte do controlador
- Implantação das áreas de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário).
- Caso a empresa deseje se retirar Novo Mercado, deve realizar uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo. Contudo, no mínimo, um terço dos titulares das ações em circulação deve aceitar a OPA, ou concordar com a saída do segmento.
- O Conselho de Administração deverá possuir em sua composição total no mínimo dois, ou 20%, de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado e de, no máximo, dois anos.
- A empresa deve se comprometer a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15% em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões.



- Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press releases* de resultados.
- Divulgação mensal das negociações, com valores mobiliários de emissão da empresa, aos acionistas controladores.

As organizações devem assumir, obrigatoriamente, algumas práticas de boa governança quanto à estruturação e à divulgação do processo de avaliação do Conselho de Administração, de seus Comitês e da Diretoria. São elas: elaboração e divulgação de políticas de remuneração; indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; gerenciamento de riscos; transação com partes relacionadas; e negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração) (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

As companhias que compõem a listagem Nível 1 de governança corporativa possuem o compromisso principal de realizar a dispersão acionária e de melhorar a prestação das informações ao mercado. Essas informações são necessárias para que os mercados se mantenham informados quanto ao valor da empresa. Além disso, as companhias não podem possuir partes beneficiárias (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019)

De acordo com a Brasil Bolsa Balcão (2019), os principais requisitos para a adesão ao nível 1 são:

- Informações trimestrais enviadas à CVM que devem conter: demonstrações financeiras consolidadas; demonstração de fluxo de caixa da companhia consolidada; abertura da posição acionária, por espécie e classe de qualquer posição na qual seja superior a 5% das ações do capital social; Características e quantidades de ações detidas pelo grupo de controladores (diretores, conselho de administração e conselho fiscal); relatório de revisão emitido por auditor independente; e quantidade de ações em circulação por espécie e a quantidade de ações em relação a base acionária emitida pelas companhias.
- Demonstrações financeiras padronizadas enviadas à CVM e à [B]<sup>3</sup> até março de cada ano, contendo as demonstrações financeiras do ano anterior e

comentários importantes. O conjunto de demonstrações financeiras deve conter: a demonstração dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, separados por fluxo de operação, de financiamentos e de investimentos referentes ao exercício encerrado.

- Informações anuais enviadas a CVM e a [B]<sup>3</sup> até maio de cada ano contendo informações corporativas. Elas devem incluir: características e a quantidade de ações em circulação detidos pelos grupos controladores, a evolução desta posição para os 12 meses anteriores e a quantidade de ações, tipo e classe e sua porcentagem ao total de ações emitidas.
- Divulgação de informações relevantes a respeito do negócio, como maior transparência e visibilidade a seus procedimentos pelos acionistas. As companhias devem: realizar pelo menos uma reunião pública anual para apresentar sua intenção econômico-financeira, novos projetos e perspectivas futuras; divulgar, até o final de janeiro, um calendário anual contendo os eventos corporativos programados, tais como, assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas e reuniões do conselho de administração; e divulgar, mensalmente, quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da empresa e de seus derivativos, como forma de garantir transparência dos negócios a quem precise ter acesso à informações privilegiadas.
- Como regra de distribuição pública que garanta subsídios para a precificação de suas ações, as companhias devem: manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação, com o objetivo de melhorar o *free float* e a liquidez das ações; em distribuições públicas, alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos de distribuição pública; assegurar as informações solicitadas no regulamento, como descrição de fatores de risco, processos produtivos e mercados; proceder e analisar a discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras.

As companhias listadas no Nível 2 adotam, além dos requisitos do nível de governança corporativa, um conjunto amplo de práticas de governança corporativa e

dos compromissos societários, que garantem maior equilíbrio de direitos entre os acionistas. Este nível é composto por empresas que possuem ações preferenciais negociadas e que, inicialmente, não têm condições de converter suas ações preferenciais em ordinárias (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

Outro diferencial do Nível 2 é a existência da Câmara de Arbitragem, cujo objetivo é agilizar a solução de eventuais conflitos societários, evitando assim onerosos conflitos judiciais. As modalidades de arbitragem são: ordinária, se destina à resolução de conflitos complexos; sumária, que pode ser utilizada em disputas simples; e *Ad hoc*, que permite que as partes definam o encaminhamento da arbitragem (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019).

Os requisitos para a adesão ao Nível 2 de governança corporativa, de acordo com a B3 (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019), são:

- As companhias que possuem ações preferenciais devem ter o direito a voto nas seguintes situações: transformação, fusão, incorporação ou cisão da companhia; direito à aprovação de contratos entre a companhia e seu controlador quando se tratar de assembleias; escolha de empresa especializada para a determinação do valor econômico da companhia; e avaliação de bens que possam promover aumento de capital.
- O Conselho de Administração é composto por cinco membros, com, no mínimo, um mandato unificado de dois anos, no máximo.
- O comprador, em caso de venda do controle acionário, deve estender a oferta de compra a todos os acionistas detentores de ações ordinárias, assegurando o direito ao mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias.
- Em caso de fechamento de capital, a companhia deverá realizar uma OPA (oferta pública de ações) em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia, fixado por uma empresa especializada, selecionada

em Assembleia Geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração.

- Além das informações obrigatórias para o Nível 1 e o Nível 2 de governança corporativa trimestrais nas demonstrações financeiras e as padronizadas e informações anuais, as empresas do Nível 2 de governança corporativa deverão incluir a informação sobre a existência e vinculação de cláusula compromissória de arbitragem.
- As demonstrações financeiras padronizadas devem ser elaboradas de acordo com os padrões internacionais de contabilidade, como, IFRS e ou US GAAP. Informações trimestrais devem ser elaboradas de acordo com os padrões internacionais de contabilidade traduzidas em inglês.
- Da mesma forma que o Nível 1 de governança corporativa, as companhias do Nível 2 de governança corporativa devem divulgar outras informações, como forma de conferir maior credibilidade a seus procedimentos aos acionistas, além de garantir maior transparência aos seus negócios.

#### **2.4 Contribuições relevantes de estudos sobre a remuneração dos executivos *versus* desempenho financeiro das companhias**

Krauter (2009) explica que, nos últimos anos, pesquisadores vêm buscando investigar a existência positiva da relação entre remuneração dos executivos e desempenho financeiro das companhias, uma vez que, entre os pilares da governança corporativa, a remuneração dos executivos é de extrema importância para a busca de um sistema que permita alinhar os interesses entre os agentes, buscando melhores estímulos em detrimento de melhores desempenhos econômicos.

O Quadro 4 apresenta estudos anteriores que investigam a relação entre remuneração de executivos, criação de valor e desempenho das empresas, em nível tanto nacional como internacional.

**Quadro 3 - Estudos sobre indicadores de performance versus remuneração de executivos**

(Continua...)

Autor(es)	Objetivo	Amostra	Principais resultados
Evans e Evans (2002)	Avaliar o alinhamento do EVA com incentivos salariais dos gestores em contexto com a teoria da agência.	209 companhias entre 1995-1998	O EVA está relacionado positivamente e significativamente com a compensação baseada em incentivos. A remuneração baseada em dinheiro foi encontrada não relacionada com o desempenho do EVA.
Fatemi Desai e Katz (2003)	Investigar a relação entre a remuneração da administração e duas medidas de desempenho ajustado ao risco: Valor adicionado (EVA) e valor agregado de mercado (MVA).	1.484 companhias, entre 1992 e 1995.	Os gerentes de empresas globalizadas tendem a ser pagos em níveis mais altos, refletindo a crescente complexidade de gerenciamento de empresas globais. Melhores gerentes de criação de riqueza são responsáveis pelo comportamento multidimensional das adições da empresa EVA.
Camargos Helal e boas (2007)	Analisar as variáveis de desempenho que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que possuem ADRs listados em bolsas Americanas.	29 empresas brasileiras que possuem <i>American Depositary Receipts</i> listadas na Bolsa de valores americana em 2015.	Existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos das empresas pesquisadas com seu desempenho financeiro.
Sigler(2001)	Examinar a relação de remuneração do CEO e desempenho da empresa.	280 empresas listadas na Bolsa de valores de Nova York no período de 2006 a 2009.	Existe relação positiva e significativa entre remuneração total do CEO e desempenho da empresa medido pelo ROE.
Wet (2012)	Testar a remuneração dos executivos das empresas da África do Sul e alinhar com o EVA e MVA, bem como medidas de desempenho tradicionais como (ROA) e ROE	Todas as empresas de <i>Johannesburg Securities Exchange</i> (JSE) da África do Sul entre 2006 a 2011.	Existe relação significativa entre remuneração dos executivos e EVA/MVA. No entanto, melhor correlação entre a remuneração dos executivos e o ROA e ROE.
Krauter (2013)	Investigar a relação entre remuneração dos executivos e desempenho financeiro nas empresas brasileiras.	82 empresas não financeiras em 2008 e 2009.	Existe relação entre remuneração financeira e desempenho financeiro, comprovada por meio da análise de regressão linear múltipla.
Beuren Silva e Mazzioni (2014)	Analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada ao tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.	219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras entre 2009 e 2011.	Ocorre alinhamento entre a remuneração e os indicadores de mercado, fato não confirmado para indicadores financeiros, ao verificar a relação negativa entre remuneração de executivos e tamanho das empresas, mensurado com base no valor total dos ativos.

(Conclusão)

Autor(es)	Objetivo	Amostra	Principais resultados
Fernandes e Mazzioni (2015)	Investigar a existência de correlação entre as medidas de desempenho em empresas de capital aberto e a remuneração dos seus executivos.	41 empresas listadas na [B]3, visando à Diretoria Executiva; 38 empresas para o Conselho de Administração; e 22 empresas para o Conselho Fiscal entre 2009 e 2011.	A análise das correlações canônicas apontou resultados mistos, que não permitem uma indicação consistente sobre a existência de correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das companhias analisadas.

**Fonte:** Elaborado pelo autor, 2020.

Evans e Evans (2002) investigaram a correlação entre a criação de valor por meio do EVA e benefícios financeiros e não financeiros dos executivos. Em sua amostra foram contempladas 209 companhias listadas na Bolsa de valores australiana entre 1995 e 1998. Os autores concluíram que os benefícios não financeiros estão positivamente ligados ao EVA. Entretanto, a remuneração fixa em dinheiro não se mostrou significativa para o modelo do EVA®.

Fatemi, Desai e Katz (2002) investigaram a correlação entre remuneração dos executivos ao EVA e MVA das companhias norte-americanas no período de 1992 a 1995. Chegaram à conclusão que a relação entre MVA e remuneração dos executivos apresenta alto grau de nível de significância. Nesse sentido, o EVA demonstrou associação positiva em relação à remuneração oferecida aos executivos. No entanto, ao comparar os níveis de associações positivas entre o EVA e o MVA, a primeira se demonstrou menor.

Wet (2012) investigou a relação de criação de valor por meio do EVA e MVA em conjunto com a remuneração dos executivos das companhias na Bolsa de valores da África do Sul entre 2006 e 2011. Os resultados estatísticos demonstraram que existe maior relação significativa entre os indicadores de rentabilidade, ROA e ROE, em relação ao EVA e MVA. Ele, de certa forma, demonstrou por meio de seus achados a contraposição aos estudos realizados por Fatemi, Desai e Katz (2002) ao afirmarem que a relação do indicador de mercado EVA possui maior nível significância em relação ao MVA, utilizando a variável de remuneração de executivos.

Camargos, Helal e Boas (2007) investigaram uma amostra de 29 companhias brasileiras com ações negociadas na Bolsa de valores norte-americana em 2005. Eles buscaram identificar a existência de relação entre remuneração dos executivos e desempenho econômico-financeiro dessas companhias. Os dados sobre a remuneração dos executivos foram coletados a partir do relatório 20F divulgado por essas empresas, já que no período de 2005 a CVM não obrigava as companhias brasileiras a divulgarem o montante total da remuneração dos executivos brasileiros. Eles encontraram associações positivas entre remuneração dos executivos e desempenho econômico-financeiro das companhias. Eles afirmam que os conflitos de agência podem ser reduzidos, mediante implantação de políticas de remuneração de seus executivos (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007).

Sigler (2011) investigou a relação entre remuneração dos executivos e desempenho financeiro a partir de uma amostra composta por 280 empresas listadas na Bolsa de valores de Nova York entre 2006 e 2009. Os resultados da pesquisa apontaram a existência da associação positiva entre a remuneração total dos executivos norte-americanos e seu desempenho, por meio do indicador de rentabilidade e retorno sobre o patrimônio.

Krauter (2013) apresentou resultados que seguem em linha com as pesquisas de Camargos, Helal e Boas (2007) e Sigler (2011). Ele analisou uma amostra composta de 82 empresas no período de 2008 a 2009. Sua pesquisa buscou investigar a existência de correlação entre remuneração de executivos e desempenho econômico-financeiro das companhias. Os resultados demonstraram que a remuneração oferecida pelas companhias a seus executivos pode determinar a tomada de decisões estratégicas para o negócio, contribuindo para um desempenho superior das companhias estudadas (KRAUTER, 2013).

Beuren, Silva e Mazzioni (2014) investigaram a existência de associação positiva entre remuneração dos executivos e tamanho das companhias. Como variável independente eles utilizaram os indicadores de desempenho financeiro como ROE e ROA. A amostra contemplou 219 empresas entre 2009 e 2011. Os resultados convergem para o fato de que a remuneração dos executivos segue em linha com os indicadores de mercado. Os resultados encontrados pela pesquisa de Beuren, Silva e

Mazzioni (2014) convergiram para os resultados dos estudos realizados por Krauter (2009). Para a variável tamanho das companhias, identificou-se uma relação associação negativa. Ou seja, quanto maior a companhia, menor a remuneração oferecida a seus executivos.

Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a correlação canônica, no intuito de identificar se existe relação entre *performance* financeira das companhias e remuneração oferecida aos executivos. A amostra contemplou 41 empresas ligadas ao setor financeiro listadas na Bolsa de valores brasileira entre 2009 e 2011. A pesquisa obteve resultados diferentes. Em um primeiro momento, não foi possível encontrar associação positiva entre remuneração global dos executivos e desempenho financeiro das companhias. Entretanto, quando a amostra foi dividida entre executivos e conselheiros e analisada separadamente, conseguiram encontrar associação positiva entre remuneração global dos executivos e o desempenho econômico financeiro das companhias.

## **2.5 Remunerações dos executivos - *versus* desempenho econômico-financeiro das companhias**

A remuneração dos executivos é um dos pilares mais importantes da governança corporativa, sobretudo na questão do desenvolvimento de políticas de recursos humanos. O principal desafio é criar mecanismos capazes de alinhar a conduta dos gestores com os objetivos estratégicos da companhia (BÁLKIN; GOMEZ-MEIJA, 1987; GOMEZ – MEIJA; WELBORNE; WISEMAN, 1998).

A teoria da agência, segundo (JENSEN; MECKLING, 1976) é pioneira nos estudos sobre conflito de interesses (agência), ao abordar a questão da remuneração dos executivos das companhias. Para os autores é necessário estabelecer metas alcançáveis, para que os executivos maximizem a riqueza da empresa. Com base em indicadores econômico-financeiros Li, Moshirian e Nguyen (2007), afirmam que é possível estabelecer relações harmoniosas e alinhadas aos interesses dos acionistas.

Para Souza, Cruz e Borba (2007), é fundamental que as organizações desenvolvam e estabeleçam políticas de monitoramento eficientes, capazes de medir o



desempenho de seus administradores, a fim de proporcionar o equilíbrio entre a geração e a distribuição das riquezas geradas, a partir das atividades operacionais das empresas.

Camargos, Helal e Boas, (2007) explicam os estudos que tratam do tema “Remuneração dos executivos”. São divididos em três perspectivas: montante (excessivo ou não); tipo (fixa, variável, pacotes de incentivos e *stock options*); e desempenho econômico-financeiro das companhias. Trata-se de uma questão social econômica, que chama a atenção das áreas acadêmica e política e, até mesmo, da mídia em geral, após os escândalos das empresas americanas nos anos 1990, diretamente ligados à política de remuneração dos executivos (agentes), que sacrificavam o direito dos acionistas, beneficiando a si próprios (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007).

Ainda de acordo com Camargos, Helal e Boas (2007), a remuneração dos executivos (agentes) é um pilar fundamental para a diminuição do conflito de interesses entre o principal e o agente e vem desempenhando papel importante na mediação destes conflitos de interesses ao longo dos anos (FIRTH; FUNG; RUI, 2007). As companhias precisam definir de maneira coesa e racional a composição da remuneração dos diretores em linha com o desempenho das organizações. Neste cenário, o Conselho de Administração deve assumir a missão de instituir, monitorar e gerir a remuneração dos diretores das companhias (FIRTH; FUNG; RUI, 2007).

Uma alternativa bastante utilizada para a composição da remuneração estratégica dos executivos consiste em oferecer aos agentes contratos de incentivos que podem proporcionar a diminuição dos problemas de agência e, conseqüentemente, maximizar o valor da empresa aos acionistas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

Em um sistema de remuneração de executivos, existem dois modelos: direto e indireto. Ambos têm por objetivo diminuir o conflito de agência, mediante desempenho dos executivos alinhado à maximização da riqueza dos acionistas (FUNCHAL, 2005). A Remuneração fixa é definida como direta, ou seja, considera aquele montante salarial acordado entre as partes no momento da contratação. Pode ser recebida em dinheiro, em contraponto à prestação do trabalho realizado pelo agente para a

organização (KRAUTER, 2013). Por outro lado, a remuneração variável é aquela em que os agentes ficam vinculados ao desempenho operacional financeiro das organizações. Normalmente, se relaciona às metas definidas pelo Conselho de Administração, no âmbito do planejamento estratégico da organização ao longo de determinado período, sendo efetivamente paga quando estas metas são alcançadas (KRAUTER, 2013). Normalmente, a composição da remuneração variável é feita com base em fatores como: participação por resultados e pagamento baseado em ações (WOOD JR.; PICARELLI FILHO 1999).

O Quadro 3 apresenta os principais estudos sobre remuneração de executivos nos níveis nacional e internacional.

**Quadro 4 - Principais estudos sobre remuneração de executivos, nos níveis nacional e internacional**

(Continua...)

<b>Autor(es)</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Amostra</b>	<b>Principais resultados</b>
Core, Holthausen e Lacker (1999)	Analisar a remuneração do executivo definida pelo Conselho de Administração.	Analisar as empresas que possuem ações, alta concentração pelos administradores, baixa concentração pelos administradores e ações dispersas.	A Composição do Conselho de Administração e a estrutura da propriedade influenciam diretamente a qualidade da remuneração dos executivos.
Finkelstein; Hambrick (1999)	Analisar a remuneração dos executivos sobre o ROA.	Selecionar as companhias cuja estrutura seja concentrada ou dispersa.	Os melhores retornos de despenho organizacional foram em propriedades dispersas.
Hatzel, Starks (2003)	Analisar a qualidade da propriedade das companhias.	Separar as empresas cujo controle era exercido por pessoas físicas de investidores institucionais.	Empresas geridas por fundos institucionais exercem maior influência sobre a remuneração dos executivos.
Aggarwal et al. (2011)	Analisar a estrutura da propriedade.	Separar empresas cujo controle era exercido por pessoas físicas de investidores institucionais.	Ocorre <i>turnover</i> maior dos executivos em decorrência da influência de grandes fundos.
Core, Hothausen e Lacker (1999)	Associar a qualidade da estrutura da GC com a qualidade da remuneração dos executivos.	Verificar a característica do Conselho de Administração, a estrutura da propriedade e a remuneração dos executivos.	Influencia diretamente a remuneração dos executivos.
Basu <i>et al.</i>	Replicar o estudo de Core, Hothausen e Lacker (1999) em empresas japonesas.	Replicar o estudo de Core, Hothausen e Lacker (1999) em empresas japonesas.	Os estudos se concentram em linha com os norte-americanos.
Tremblay e Chênevert (2004).	Investigar a composição da remuneração global dos executivos canadenses, franceses e ingleses.	Analisar a estrutura da propriedade, a qualidade do Conselho de Administração das companhias e a remuneração dos executivos (fixa e variável)	A composição do Conselho de Administração influencia diretamente a remuneração dos executivos. - A independência do Conselho de Administração não se mostrou válida. -A Participação no resultado mostrou maior eficiência na redução dos custos de agência.
Magnan e St Onge (2005)	Analisar os programas de PLR para a criação de valor para a companhia.	Estudar uma amostra de cooperativas financeiras canadenses que tem como política a distribuição de resultados.	Os resultados foram positivos para o desempenho econômico-financeiro das cooperativas.

(Conclusão)

<b>Autor(es)</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Amostra</b>	<b>Principais resultados</b>
Conyon e He (2011)	Analisar a qualidade da remuneração dos executivos chineses.	Analisar empresas chinesas cujo controle é exercido pelo estado.	Encontraram correlação positiva entre performance dos executivos e estrutura de GC, sendo: <i>turnover</i> alto, remuneração mais baixa em relação ao mercado global, composição do Conselho de Administração com maioria e independente.
Camargos, Helal e Boas (2007)	Analisar a correlação entre remuneração dos executivos e desempenho econômico financeiro das empresas.	Selecionar empresas brasileiras com <i>American Depositary Receipts (ADR)</i> .	A correlação é positiva na média dos executivos, bem como o lucro por ação das companhias.
Ventura (2013)	Analisar os níveis de GC das companhias brasileiras juntamente com os indicadores de <i>performance versus</i> remuneração dos executivos.	Selecionar empresas brasileiras listadas na [B] <sup>3</sup> juntamente com indicadores financeiros como: tamanho da empresa, existência de pagamento baseado em ações, quantidade de membros do Conselho, o valor da ação e ROE.	O estudo encontra-se em linha com os de Funchal e Terra (2006), em que se encontram níveis significativos entre as variáveis propostas. Não foi positiva a variável em que o presidente da companhia acumula o cargo de executivo, Independência do Conselho e qualidade da propriedade.
Pinto e Leal (2013)	Analisar a qualidade da propriedade.	Apontar as empresas listadas na B3 (B3 S.A – BRASIL, BOLSA, BALCÃO).	Quanto maior a dispersão da propriedade, menor a remuneração global dos acionistas.
Kaplan, Milton (2012)	Medir a rotatividade dos executivos.	Apontar empresas classificadas entre as 500 pela revista <i>Fortune</i> .	Eles encontraram uma rotatividade alta entre os executivos em relação à qualidade do Conselho.
Jenter e Lewellen (2014)	Medir a rotatividade dos executivos.	Apontar empresas listadas na Bolsa americana.	Maior número de membros independentes do Conselho facilita a demissão por desempenho insatisfatório dos executivos

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Core, Holthausen e Lacker (1999) encontraram que a remuneração do executivo depende diretamente das decisões tomadas pelo Conselho de Administração. Esses autores sugerem que tal função é precípua do Conselho de Administração, mas

alertam que sua composição a influenciará diretamente. Neste caso, concluíram que a remuneração se torna menos evidenciada quando a propriedade é concentrada.

Para Hartzell e Starks (2003), quanto maior a participação de investidores institucionais, maior a influência na remuneração dos executivos em relação à variação da riqueza dos acionistas.

Para analisar este fenômeno, Finkelstein e Hambrick (1989) verificaram a correlação entre a estrutura da propriedade das empresas e a compensação dos executivos. Para isso, dividiram suas amostras com base em três tipos de propriedade: a) empresas que possuem ações concentradas nos administradores; b) empresas cujas ações são mais dispersas; e c) empresas cujos acionistas não dirigentes possuem alto nível de percentual em suas ações (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989).

O principal elemento da análise foi a correlação entre o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia e a remuneração dos executivos, a partir de dois tipos de amostra das estruturas de propriedades descritas. Eles aguardavam por resultados expressivos em estruturas de propriedade concentradas, uma vez que as ações pertenciam a um bloco reduzido de acionistas externos, visto que eles poderiam exercer maiores incentivos para que os executivos tivessem desempenho superior ao das demais amostras. No entanto, os resultados mostraram o contrário: a correlação entre a compensação dos executivos e a estrutura de capital alcançou resultados melhores nas organizações que possuíam propriedades dispersas (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989).

Estes autores também examinaram a presença de investidores institucionais na composição societária das organizações e na qualidade na governança corporativa. A partir desta premissa definida por eles, verificaram a qualidade total da remuneração dos executivos. Concluíram que existe um relacionamento positivo e relevante no que diz respeito à composição da remuneração dos executivos (salários + bônus) e à interação entre a composição da propriedade na criação e a variação da riqueza dos acionistas. Esta última análise corrobora a evidência de que existem maiores níveis de rentabilidade em organizações que separam o controle e a decisão (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989).

Hartzell e Starks (2003) examinaram a composição societária com forte presença de investidores estrangeiros e sua influência na governança corporativa das organizações. A principal variável analisada por eles foi a concentração da propriedade e de poder por estas instituições, em associação à compensação de seus executivos por desempenho. Para isso, utilizaram o índice de Herfindahl mantido pelos cinco maiores investidores institucionais e a remuneração global de seus executivos. Observaram uma relação positiva entre as variáveis de remuneração dos seus executivos e a concentração da propriedade no desempenho da criação da riqueza aos acionistas (HARTZELL; STARKS, 2003). Também verificaram que a qualidade societária – composta majoritariamente por investidores institucionais (concentração de poder) – exerce influência significativa sobre seus executivos, bem como um nível maior de monitoramento dos agentes (HARTZELL; STARKS, 2003)

Aggarwal *et al.* (2011) observaram que, quando existente em proporção maior, a propriedade institucional afeta diretamente a estrutura da governança corporativa, uma vez que sua influência é significativa nas decisões do Conselho de Administração. Constataram que o *turnover* entre os executivos de baixa *performance* era maior em empresas cuja propriedade era fortemente concentrada em investidores institucionais. No entanto, a concentração de controle estava diretamente relacionada ao aumento do valor da organização (AGGARWAL *et al.*, 2011).

O estudo de Core, Holthausen e Lacker (1999) também colaborou para a verificação da associação entre a remuneração dos executivos e a qualidade da governança corporativa, ao realizar o levantamento das características do Conselho de Administração e da estrutura da propriedade com base na teoria da agência. Com foco em amostra de companhias norte-americanas, os autores verificaram a relação envolvendo: as características do Conselho de Administração, a estrutura da propriedade e o nível de remuneração dos executivos, este medido com base em três variáveis: compensação em dinheiro (salário e bônus), remuneração fixa e remuneração global (*stock options*, participação nos lucros e resultados etc.). O resultado foi significativamente positivo (CORE; HOLTHAUSEN; LACKER, 1999).

Quanto às características da composição do Conselho de Administração, Core, Holthausen e Lacker (1999) constataram que a remuneração dos executivos era maior

quando o CEO ocupava simultaneamente a posição de presidente do Conselho de Administração. No entanto, verificaram que havia também uma proporção maior de conselheiros externos e que eles eram indicados pelo CEO ou afiliados a ele. Esta característica contribuiu para o crescimento do conflito de interesse, tornando a remuneração do CEO superior aos padrões praticados pelo mercado. Este indicador demonstra a fragilidade da governança corporativa das companhias (CORE; HOLTHAUSEN; LACKER, 1999).

Em relação à estrutura da propriedade, Core, Holthausen e Lacker (1999) verificaram que a remuneração global dos executivos decrescia em função do percentual de propriedade do CEO quando existia um controlador com, no mínimo, 5% do capital social total. Ou seja, sinais negativos dos coeficientes das variáveis de estrutura de capital indicam baixo nível na governança corporativa da companhia e maior remuneração dos executivos.

Basu *et al.* (2007) replicaram os estudos de Core, Holthausen e Lacker (1999) em uma amostra de companhias japonesas, levando em consideração as características do modelo de governança corporativa praticado no Japão (modelo japonês). Eles utilizaram como forma de mensuração da remuneração global dos executivos o imposto de renda pago por eles, pois no Japão não se divulga a remuneração global dos executivos. Ao final de seus estudos, constataram que existe uma relação significativamente positiva entre o nível de remuneração global dos executivos japoneses e a rentabilidade financeira das organizações (BASU *et al.* 2007).

O estudo de Basu *et al.* (2007) comprovou que os resultados dos estudos japoneses estão em consonância com os norte-americanos, ao se aplicar a análise dos dados de corte transversal, ou seja, no pagamento da remuneração dos agentes. Existe excesso de remuneração destes em relação à *performance* financeira das companhias por eles estudadas. Isso levou a um resultado negativo entre as variáveis de *performance* financeira *versus* a remuneração dos executivos. Tanto no modelo norte-americano quanto no japonês, essas evidências sugerem custos de agência elevados em suas organizações. No entanto, companhias japonesas com piores índices possuem maior custo de agência em detrimento do modelo de governança corporativa aplicado por elas, pois remuneram melhor aqueles executivos que detêm

a pior *performance* contábil/financeira (CORE; HOLTHAUSEN; LACKER, 1999).

Core, Holthausen e Lacker (1999) observaram que as companhias canadenses que possuem apenas um acionista controlador remuneram menos seus executivos, pois tal situação está ligada diretamente a fatores como tamanho do Conselho de Administração e percentual de membros independentes do Conselho de Administração. Os autores verificaram que os aspectos internos do nível de governança corporativa, contidos na estrutura da propriedade, influenciam diretamente o pacote global de remuneração dos executivos canadenses.

Tremblay e Chênevert (2004) constataram que a composição da remuneração global dos executivos canadenses, franceses e ingleses é parcialmente influenciada pela composição do Conselho de Administração e pela estrutura da propriedade. Tal fator está relacionado à existência, ou não, de um acionista controlador e ao tipo de estrutura de controle, sendo ela familiar ou de capital disperso.

Os principais resultados do estudo sugerem que a composição da estrutura da propriedade influencia diretamente a remuneração dos executivos. No entanto, a independência do Conselho de Administração não se mostrou válida. A verificação da concentração de ações nas mãos de apenas um único acionista se relaciona negativamente com a maneira de remunerar os executivos com base em pagamento de ações (TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004). Quanto à remuneração baseada em resultados (participação nos lucros e resultados) a correlação se demonstrou positiva. Em resumo, quanto maior a participação de um único acionista, menor a utilização do pagamento baseado em ações. Isso resulta em maior adesão à possibilidade de remunerar os executivos com base nos programas de participação dos lucros das companhias (TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004).

Os dados obtidos pelo estudo de Tremblay e Chênevert (2004) estão alinhados com a teoria da agência, de Jensen, M.; Meckling, (1976), pois quando ocorre concentração da propriedade, o monitoramento dos agentes pode ser mais rígido, o que impossibilita a aplicação das outras ferramentas da governança corporativa. A resolução dos conflitos de agência com suporte neste modelo se dá a partir da implantação de planos de participação nos lucros, possibilitando ao controlador o



controle político e decisório da empresa. O incentivo às melhores práticas de gestão dos executivos e sua tomada de decisão serão por via de plano de participação nos lucros da companhia (TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004).

Magnan e St Onge (2005) analisaram os programas de participação nos lucros em relação à criação de valor da companhia. Estudaram uma amostra de cooperativa financeira canadense que adotara a modalidade de participação nos lucros dentro do pacote de remuneração global de seus executivos. O resultado foi a constatação do aumento do desempenho econômico financeiro das companhias da amostra, após a adoção da política de distribuição de lucros.

Conyon e He (2011), ao estudarem uma amostra de companhias chinesas, encontraram evidências relacionadas à teoria da agência: correlações positivas entre a remuneração global dos executivos e a *performance* das companhias. Em companhias cujo controle é exercido pelo Estado, como é o caso da maioria das empresas chinesas, a propriedade é extremamente concentrada. O resultado do estudo apontou que a remuneração de seus executivos tende a ser mais baixa. No entanto, o papel do Conselho de Administração é importante, pois, uma vez mensurada a *performance* dos executivos, é possível substituí-lo com maior facilidade.

Kaplan e Minton (2012) afirmaram que era necessário verificar a eficácia dos Conselhos de Administração a respeito do monitoramento dos agentes. Para isso, realizaram um estudo cujo objetivo era medir a rotatividade dos *CEOs* das 500 maiores empresas classificadas pela revista *Fortune*. Ao final da pesquisa, verificaram que a rotatividade dos executivos crescia ano a ano em função da composição dos Conselhos de Administração (KAPLAN; MINTON, 2012).

Os estudos de Jenter e Lewellen (2010) corroboram a conclusão de Kaplan e Minton (2012). Os autores concluíram que Conselhos de Administração compostos por um número maior de membros independentes são mais agressivos e demitem os executivos por desempenho insatisfatório com maior facilidade. Isso significa que a qualidade do Conselho contribui de maneira positiva para o aumento do *turnover* dos executivos. Esta alternativa visa incentivar os agentes a melhorar a qualidade da

governança corporativa, alinhando de forma sistêmica os interesses destes aos dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Souza e Borba (2007) analisaram a correlação entre composição do Conselho de Administração e sua qualidade e influência sobre a remuneração global dos executivos. O foco principal do estudo foi o relacionamento entre o desempenho econômico-financeiro das companhias e a remuneração global dos executivos.

Camargos, Helal e Boas (2007), Vasconcelos e Monte (2013) verificaram a correlação entre o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que possuem *American Depositary Receipts* (ADR), as quais, segundo as normas da CVM, exigem elevado grau de governança corporativa, e a remuneração global paga a seus executivos. Os resultados dos estudos demonstraram níveis positivos entre remuneração média dos executivos e lucro por ação das companhias. Para Vasconcelos e Monte (2013), isso significou um coeficiente positivo para o retorno do patrimônio líquido e dividendo por ação.

O estudo de Ventura (2013) buscou relacionar as principais características do nível de governança corporativa das companhias brasileiras juntamente com os indicadores de *performance* do setor, alinhados à remuneração global dos executivos. Abordou as seguintes variáveis: tamanho da empresa; existência de pagamento baseado em ações; quantidade de membros do Conselho de Administração; valor da ação; e ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido. Em relação aos níveis de governança corporativa descritos no Brasil Bolsa Balcão, no entanto, a autora não encontrou associações significativas em seu resultado.

Os resultados do estudo de Ventura (2013) estão alinhados aos estudos de Funchal e Terra (2006), que analisaram um relacionamento significativo entre as variáveis tamanho da empresa, setor de atividade, país e remuneração global dos executivos das empresas latino-americanas. Outras variáveis de governança corporativa também foram analisadas, por exemplo, tamanho do Conselho de Administração, acúmulo de funções do executivo (presidente do Conselho de Administração e presidente da companhia), independência do Conselho de Administração e qualidade da propriedade. Os resultados foram não significantes em relação à remuneração global

dos executivos. Todavia, o crescimento sobre o retorno do ativo e o valor de mercado da firma *versus* o Q de Tobin mostraram-se não significativos.

Pinto e Leal (2013) analisaram a qualidade da propriedade das companhias brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão, envolvendo: quanto maior a dispersão da propriedade, menor é a remuneração global dos executivos. O resultado encontrado foi a associação positiva entre as variáveis propostas por eles em seus estudos.

## **2.6 Criação de valor para os acionistas**

Para Lazonick e O'Sullivan, (2000), nas últimas duas décadas, as discussões a respeito da ideia de criação de valor para os acionistas pelos mercados vem ganhando força entre as empresas norte-americanas e da Grã-Bretanha. Embora constituam um tema de altíssima relevância para o mercado acionário, chegaram apenas recentemente aos debates sobre governança corporativa em países como Alemanha, França, Suécia e Japão (Lazonick e O'Sullivan, 2000). The OECD *principles of corporate governance* ressalta a importância de as companhias serem administradas de forma profissional, sobretudo visando os interesses dos acionistas (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000). Ainda estes autores, nas décadas passadas, apenas dois princípios eram importantes para a criação de valor as empresas. Primeiro, reter e reinvestir (*retain and reinvest*), o que proporcionou um crescimento anormal das companhias por meio de fusões e aquisições sem sinergia entre os negócios (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000). Isso resultou em meados da década de 1960 no baixo desempenho das companhias na década de 1970, potencializado pelo turbulento cenário macroeconômico mundial (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000). Ocorreram no período lacunas no poder das companhias imediatamente ocupadas pelos executivos, resultando na diminuição do seu valor para os acionistas (ARIDA, 2000).

O segundo princípio é regido pelo conceito de “diminuir e distribuir” (*downsize and distribute*), que alterou, de forma considerável, as regras da governança corporativa, passando a determinar a primazia do controle do mercado sobre a *performance* das companhias. A ideia central consistia em devolver aos acionistas o fluxo de caixa livre, dada a incapacidade dos administradores de alocar os recursos de forma eficaz (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Com o respaldo na conclusão de que os acionistas americanos eram reféns dos executivos, o trabalho de Rosenberg (2000) demonstrou a necessidade de devolver aos acionistas as decisões estratégicas e o poder das companhias, o que resultou em aumento de valor das companhias. Durante os anos 1980 e 1990 as companhias se expandiram de forma diversificada e acentuada, ocasionando outra lacuna no poder de decisão, rapidamente preenchida pelos executivos. Isso proporcionou aos executivos poder concentrado sobre decisões das companhias, gerando a maximização do bem-estar dos executivos (ORENSTEIN; ROCHA, 2000).

Para Lazonick e O' Sullivan (2000), a estratégia de diminuir o poder dos executivos foi inspirada nos economistas financeiros, amparados pela ineficiência das companhias que deixavam a cargo do mercado de capitais realizar a avaliação dos executivos com base em seu desempenho econômico-financeiro. A forma de medir o desempenho dos executivos considerava a subordinação corporativa pelo mercado. Ou seja, consistia na capitalização crescente do valor da companhia. Trata-se de uma medida externa dada pelo mercado, a qual não podia ser manipulada pelos executivos e que demonstrava a criação de valor aos acionistas (EHBBAR, 1999).

Para o autor, a adesão à ideia de criar valor nas empresas se resume na organização do trabalho, melhoria contínua dos processos produtivos, da disponibilização do fluxo de caixa livre aos acionistas e da profissionalização da gestão, tudo convergindo para a criação de valor para os acionistas (EHBBAR, 1999).

No cenário internacional, as companhias americanas e britânicas foram as primeiras a priorizar a criação de valor para os acionistas. De outro lado, as companhias que adotaram o modelo de governança corporativa alemão e japonês, tendem a enfrentar maiores dificuldades, em virtude da forte presença de outros interesses, especialmente dos empregados (EHBBAR, 1999).

No Brasil, de forma gradual, as grandes companhias já demonstram preocupação quanto ao conceito da criação de valor aos acionistas. Carvalho (2000) cita a decisão de uma das principais instituições financeiras do Brasil, renunciando à ideia de adquirir outra instituição financeira em vias de privatização ao justificar que “o negócio não seria vantajoso para a instituição por conta da redução dos lucros.

As ferramentas para a criação de valor pelas companhias são as operações de *buyback* (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000) e o sistema EVA (EHBBAR, 1999).

Para Ehbbar (1999), as operações *buyback* são bem vistas pelo mercado como ferramenta para a criação de valor. Consistem em recomprar as ações próprias negociadas no mercado secundário das bolsas de valores ou nas operações de balcão disponibilizadas pelos acionistas que se retiram da empresa. O principal objetivo deste tipo de operação, segundo Fox Schiff (1997), é devolver os recursos livres aos acionistas que revendem suas ações para a companhia, com o objetivo de criar valor para os acionistas remanescentes, desde que a cotação esteja abaixo do valor patrimonial da ação (FOX SCHIFF, 1997).

Para Schifrin e Johnson, (1997), as principais características da recompra de ações são:

- Permanência de ações em tesouraria acompanhada de critérios estabelecidos pela legislação societária, o que ocasiona a retenção dos recursos relativos aos dividendos não distribuídos;
- Venda posterior de ações quando valorizada em um momento futuro, com o intuito de manter a política de manutenção dos preços das ações, de forma a capitalizar o valor das ações dos acionistas remanescentes;
- Cancelamento de ações após a recompra de ações próprias, resultando em uma menor base acionária e aumentando o dividendo por ação.

O sistema EVA consiste em gerar lucro para toda a estrutura do capital empregado na companhia, incluindo o capital próprio. Como forma de criação de valor para as companhias, concede às bases uma estrutura de gestão financeira e de remuneração variável, baseada em incentivos. Tem por objetivo nortear cada decisão da companhia, com o intuito de melhorar a cultura corporativa, a vida e o trabalho de todos, tornando-os mais bem-sucedidos e ajudando a criar riqueza para os acionistas (EHBBAR, 1999).

Ainda para Ehbbar (1999) o EVA corresponde à diferença entre o lucro operacional líquido e o custo total do capital investido, o equivalente à taxa do custo de oportunidade mais o retorno de risco. O EVA, como medida de desempenho, é um importante parâmetro para definir os incentivos que influenciam diretamente o comportamento dos executivos. Contribui para impulsionar a ação dos executivos e dos funcionários das companhias na direção dos resultados planejados pelos acionistas.

Para Stern (1999), sem um plano de incentivo, o EVA seria apenas uma medida comum de *performance* dos agentes, uma vez que, sem esses incentivos, não haveria mudança sustentada no comportamento organizacional como um todo. O EVA pode ser utilizado como um mecanismo para definir a remuneração variável oportuna, período a período, sendo uma solução viável para medir o desempenho e a remuneração variável. Torna-se oportuno para avaliar o comportamento da gerência e as necessidades dos acionistas, que esperam que os executivos sempre busquem melhorar o EVA da companhia. Estes incentivos proporcionam aos executivos a se comportarem como proprietários da companhia.

Para Ehrbar (1999) o EVA pode ser definido como:

- Medida de desempenho empresarial ligada à criação de riqueza para os acionistas;
- Medida de desempenho que oferece respostas mais assertivas aos acionistas, uma vez que, quanto maior o valor agregado, maior a satisfação dos acionistas;
- Estrutura profunda e um novo sistema de gestão financeira que orienta o processo da tomada de decisão, envolvendo orçamentos operacionais e de capital, planejamento estratégico e desinvestimentos;
- Ferramenta eficaz para definir um sistema de remuneração variável capaz de proporcionar o alinhamento dos interesses entre executivos e acionistas;
- Estrutura que as empresas podem utilizar para comunicar suas metas e realizações aos investidores, os quais poderão identificar os negócios com perspectivas de desempenho superior aos demais; e
- Sistema interno de governança corporativa, capaz de estimular os gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa para o alcance do melhor resultado.

## **2.7 A importância dos indicadores financeiros**

As companhias precisam inovar seus processos produtivos, a fim de se posicionarem no mercado no qual estão inseridas, em busca de maior eficiência operacional, proporcionando, assim, aumento da lucratividade de suas operações em relação aos seus concorrentes (PEREZ; FAMA, 2003). Para que isso ocorra de forma eficiente, é necessário que avaliem seu desempenho operacional por meio de indicadores financeiros, com a finalidade de monitorar seus múltiplos financeiros de mercado e se

comparar aos demais concorrentes do segmento de mercado (WERNKE; LEMBECK, 2004).

Para Pinheiro (2007), o objetivo principal da análise das demonstrações financeiras é mensurar a *performance* financeira de uma companhia com base em aspectos econômicos e financeiros. Para ele, a análise desses indicadores se caracteriza como um instrumento capaz de monitorar a saúde financeira da empresa e o seu valor de mercado (PINHEIRO, 2007).

Corroboram esse entendimento Cardoso, Rebouças e Maia (2012) e Ozorio (2015), para os quais a *performance* das companhias está diretamente interligada a variáveis econômico-financeiras que proporcionem aos administradores, acionistas e *stakeholders* o necessário apoio para a escolha das melhores decisões, de modo que os resultados das companhias sejam maximizados ao longo do tempo.

Para Chaves, Alcântara e Assumpção (2008), no entanto, é uma escolha difícil, por parte da administração, a definição do conjunto de indicadores financeiros que serão utilizados como medidas de *benchmark* financeiro. Eles podem gerar impactos negativos, caso selecionados de forma equivocada por parte da Administração, ocasionando erros na forma de interpretar as demonstrações financeiras pelos acionistas. Assim, é necessário realizar um estudo da eficiência dos indicadores financeiros a serem aplicados como medidas de desempenho financeiro (CHAVES; ALCÂNTARA; ASSUMPÇÃO, 2008).

Ozorio (2015) e Schnorrenberger *et al.* (2015) afirmam que é necessário mapear o estágio atual da companhia antes de traçar seus objetivos futuros, o que constitui o objetivo principal dos índices econômico-financeiros.

Para Marion (2012), existem três importantes pilares que constituem os indicadores econômicos e financeiros: Liquidez, cujo objetivo é verificar a situação financeira da empresa atual; Endividamento, que tem por objetivo a análise do nível de endividamento para com terceiros; Índice de rentabilidade, cujo objetivo é medir o retorno do capital próprio. Para Griffin (2000), a riqueza dos sócios ou acionistas pode

ser medida com base no desempenho da combinação dos índices econômicos e financeiros da companhia ao longo do tempo.

No entanto, Catapan e Colauto (2012) ressaltam que as variações destes indicadores poderão determinar se os executivos estão desempenhando suas funções de forma alinhada aos interesses dos acionistas. Conseqüentemente, o valor de mercado das firmas tende a aumentar no longo prazo, ao conquistar e manter seus múltiplos econômicos e financeiros interessantes aos investidores externos (CATAPAN; COLAUTO, 2012).

## **2.8 Indicadores de rentabilidade**

Para Silva (2006) os índices de rentabilidade são utilizados para analisar e mensurar o desempenho econômico-financeiro das empresas. O indicador ROA, segundo Assaf Neto (2009), significa a “taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas pela empresa em seus ativos”. Wernke (2008) assim define o ROA: “O indicador que evidencia o retorno conseguido com o dinheiro aplicado pela empresa em ativos num determinado período”. Utilizado como medida de desempenho dos agentes, o ROA é muito eficiente. Dentre seus benefícios citam-se: possibilidade de mensuração da margem de lucro; medição da eficiência dos ativos permanentes e sua contribuição para a geração de vendas; avaliação do capital de giro medido em dias; e estabelecimento do custo máximo de captação de recursos de terceiros pela companhia (WERNKE, 2008).

Muitos trabalhos acadêmicos utilizam o ROA como uma variável independente para analisar o desempenho das companhias, após a adesão a algum nível de governança corporativa (TAVARES, 2006; BRESSAN; BRESSAN, 2008; CAIXE; KRAUTER, 2013). Conforme afirmam de Silva *et al.* (2010) e Melo *et al.* (2013), companhias que possuem níveis de governança corporativa elevada possuem melhor rentabilidade sobre seus ativos. Dessa forma, espera-se encontrar uma relação positiva entre as variáveis de governança corporativa, no caso a remuneração dos executivos e o desempenho econômico financeiro das companhias.



Choi, Saito e Silva (2015) definem o ROE como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), apurado a uma taxa de retorno ao capital próprio. Está associado ao custo de oportunidade de aplicações em outros rendimentos disponíveis no mercado, como renda fixa, ações e outros rendimentos (CHOI, SAITO; SILVA, 2015). Por meio dela, é possível mensurar se a empresa proporciona ganhos acima ou abaixo dessas opções (CHOI, SAITO; SILVA, 2015). Para Assaf Neto (2009, p. 231), o ROE “deve ser comparado sempre à taxa de retorno mínima exigida pelo acionista” e “todo o investimento deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual a taxa de oportunidade”. Isso faz com que seja um excelente indicador para medir o desempenho dos executivos.

Para Assaf Neto (2009), a receita operacional líquida é a quantidade de dinheiro que entra para uma companhia ao realizar suas atividades principais, seja ela de venda de produtos, prestação de serviços ou ambas. Sua determinação é dada pelo cálculo originado pela receita bruta operacional, subtraído dos impostos incidentes pela empresa, menos os descontos e abatimentos concedidos (ASSAF NETO, 2009).

Ferreira (2014) esclarece que a margem de lucro líquido tem por finalidade medir a porcentagem de cada unidade monetária de vendas após a dedução de todos os custos e despesas, inclusive os juros, impostos e dividendos de ações preferenciais. Quanto mais elevada a margem de lucro líquida de uma empresa, melhor. Ela é frequentemente associada ao sucesso de uma empresa em relação ao lucro obtido com as vendas.

Ferreira (2014) define o EBTIDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) como a eliminação das despesas financeiras, amortizações e depreciações. Assim, é possível analisar os custos de operação das empresas exclusivamente necessárias à manutenção de suas atividades. Ao eliminar tais despesas, consegue-se obter o resultado da empresa, desde que ela não tenha recorrido ao mercado de crédito e incorrido em empréstimos e financiamentos. A eliminação dos efeitos acima citados possibilita obter uma razoável noção do fluxo de caixa gerado pelo resultado de suas atividades exclusivamente operacionais (FERREIRA, 2014).

Para Assaf Neto (2009), lucro líquido é determinado como a última linha da demonstração do resultado do exercício real de uma empresa. Sua determinação é dada por meio do cálculo da diferença entre a receita total e o custo total. Em resumo, é a soma de todas as receitas da empresa deduzidos todos os custos operacionais e despesas administrativas. O resultado é o lucro líquido da companhia.

Assaf Neto (2009), afirma que o *Capital Expenditure* (CAPEX) pode ser encontrado no fluxo de caixa das atividades de investimento, sendo determinado na demonstração de fluxo de caixa da empresa. As empresas podem denominar a linha de CAPEX nos demonstrativos de várias formas, por exemplo: despesas de capital, aquisições de imobilizado e despesas de aquisição. As despesas operacionais são custos de curto prazo necessários para atender aos gastos operacionais contínuos da administração de um negócio. Ao contrário das despesas de capital, as despesas operacionais podem ser totalmente deduzidas do imposto dentro do mesmo exercício fiscal em que ocorrem (ASSAF NETO, 2009).

## **2.9 Indicadores de endividamento**

Para Martins, Miranda e Diniz, (2013) os índices de endividamento têm por objetivo mensurar as dívidas das companhias, ou seja, a soma do seu passivo circulante mais seu passivo não circulante, evidenciando para cada real de recursos próprios, o patrimônio líquido (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2013). Para eles, estes índices demonstram a dependência do capital de terceiros das companhias. Portanto, permitem mensurar o valor total, bem como o perfil das dívidas de curto e longo prazo.

A forma como as empresas financiam seus ativos está sujeita a riscos e retornos. Isto influencia seu valor no mercado, devido à utilização da alavancagem financeira, decorrente da dedução de juros de dívidas na apuração de seus impostos de renda (MODIGLIANI; MILLER, 1958; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

É importante ressaltar que a estrutura de capital é considerada importante mecanismo de governança corporativa para intermediar o conflito de interesses na relação contratual e assegurar os direitos dos proprietários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; HARRIS; RAVIV, 1988; CLAESSENS *et al.*, 2000).

De acordo com Stulz (1990), existe uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento das empresas. Entretanto, o índice de endividamento da companhia depende exclusivamente da distribuição do fluxo de caixa e das oportunidades de investimentos da companhia. Silveira, Perobelli e Barros (2008) afirmam que a qualidade da governança corporativa influencia positivamente as decisões de financiamento, uma vez que as empresas com melhor governança possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos.

Os índices de endividamento demonstram as dívidas das companhias com terceiros; ou seja, a soma do seu passivo circulante mais seu passivo não circulante, evidenciando, para cada real de recursos próprios, o patrimônio líquido (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2013). Este índice reflete a dependência da companhia em relação ao capital de terceiros. Logo, os índices permitem conhecer a dimensão de dívidas de curto e de longo prazo em que a empresa se encontra (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2013). Nesse sentido, a dívida total líquida é a soma de todas as obrigações financeiras perante terceiros, por exemplo, empréstimos, debêntures e títulos de renda fixa de uma companhia, sejam elas com o perfil de curto ou de longo prazo. Contudo, é necessário subtrair desse montante da dívida as disponibilidades da companhia, ou seja, a soma dos instrumentos e direitos capazes de serem transformados em disponibilidade imediata (ASSAF NETO, 2009).

O índice dívida líquida sobre o EBITIDA (lucro antes de juros, taxas, depreciação e amortização) é uma medida de alavancagem, ou índice de endividamento, utilizada por uma companhia. Este indicador fornece ao investidor a noção exata de quanto tempo levaria (anos) para uma companhia quitar suas obrigações para com terceiros caso a dívida líquida e o EBITIDA se mantenham constantes ao longo de um período. É utilizado para indicar o grau de endividamento da companhia (ASSAF NETO, 2009).

## **2.10 Indicadores de valor de mercado**

O valor de mercado reflete o valor pelo qual um ativo pode ser negociado em

determinado momento no mercado no qual se encontra inserido. É formado livremente pela oferta e procura dos compradores e vendedores. Deve refletir as expectativas de ganho de ativo. Se a empresa promete a entrega de bons lucros no futuro, seu valor de negociação (valor de mercado) é maior. Caso contrário, observa-se uma redução em seu valor (ASSAF NETO, 2015).

Em linha gerais, Matucheski e Almeida (2006) definem que o valor de mercado é o produto do número de ações que compõem o capital social da empresa e seu valor unitário. Todavia, esse valor é obtido em função das expectativas geradas pelos investidores de benefícios econômicos futuros.

Na literatura nacional e internacional, estudos realizados por Black, Jang e Kim (2006), Silveira, Barros e Famá (2006), Ammann, Oesch e Schmid (2011) e Caixe e Krauter (2014) indicam que a governança corporativa impacta de forma positiva o valor de mercado das companhias.

Para vários autores esses resultados demonstram a importância da implementação de boas regras de governança corporativa, para aumentar a eficiência dos mecanismos de controle sobre a administração. Proporcionam, assim, a diminuição do conflito entre fornecedores de capital e empresa. Além disso, proporciona a diminuição e a expropriação do acionista minoritário e, por fim, a maximização do valor da companhia na percepção do acionista (KLAPPER; LOVE, 2004; LAMEIRA; NESS JÚNIOR; MACEDO-SOARES, 2007)

O preço sobre valor patrimonial (P/VPA) tem por objetivo fornecer a avaliação de como os investidores encaram o desempenho da empresa, relacionando o valor das ações da empresa ao seu valor patrimonial (ASSAF NETO, 2015).

FCL ou Fluxo de caixa livre representa o montante de fluxo de caixa disponível para os investidores e fornecedores de capital de terceiros (credores) e de capital próprio (proprietários), após satisfeitas todas as suas necessidades operacionais e cobertos os investimentos em ativo fixo líquido em ativo circulante líquido. É representado pelo montante líquido de fluxo de caixa disponível no período para credores e proprietários (ASSAF NETO, 2015).

A presente pesquisa se baseia nos estudos citados anteriormente no que tange à escolha da variável dependente (remuneração global dos executivos) e da variável de controle (índices econômico-financeiros). Porém, diferencia dos estudos supracitados no que se refere à amostra, pois, primeiramente, por meio de um modelo de regressão de dados em painel com efeito fixo, buscou verificar como a remuneração global dos executivos influencia o desempenho econômico-financeiro das companhias brasileiras que compõem o setor cíclico do mercado brasileiro.

Como apoio, baseando-se nos estudos de Fernandes e Mazzioni (2015), Beuren Silva e Mazzioni (2014), Krauter (2013), Wet (2012), Sigler (2001), Camargos Helal e Boas (2007), Fatemi Desai e Katz (2003), Evans e Evans (2002) conclui-se que o desempenho econômico-financeiro das companhias está relacionado à remuneração global dos seus executivos. Ou seja, quanto maior ou menor o percentual da variação dos índices econômicos financeiros das companhias no período da amostra, maior o poder de explicação da performance dos executivos com base na remuneração global a eles oferecidas pelas companhias.

Este estudo insere outras *dummies* de indicadores econômico-financeiros para analisar a relação entre desempenho econômico-financeiro das empresas e remuneração global dos executivos das empresas do setor Cíclico da B3 (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2019), inseridas no Novo Mercado (NM).

### 3 METODOLOGIA

Este estudo visa analisar a associação entre remuneração global dos executivos e a *performance* econômico-financeira das companhias do setor cíclico listadas na [B]<sup>3</sup>, com base no conflito de agência, inserida na teoria da agência, desenvolvida por (JENSEN; MECLING, 1976).

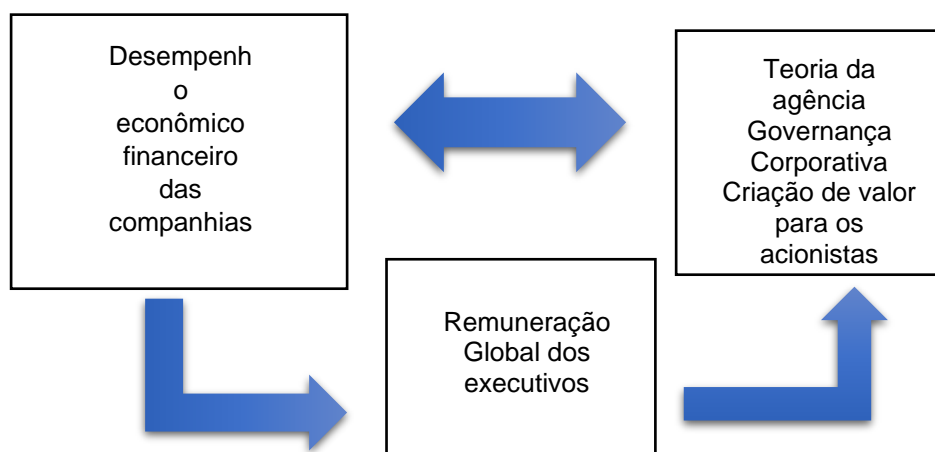
Na remuneração Global dos executivos foi definida a variável dependente. Através da literatura clássica e outros estudos em finanças, foram selecionados como variáveis independentes os seguintes indicadores econômicos financeiros: ROE, ROA, Receita Líquida, Ebtida, Margem Líquida, Lucro Líquido, Dívida Líquida, Dívida líquida sobre o EBTIDA, Fluxo de caixa livre, CAPEX, Valor de mercado e, por fim, *EV*.

Buscou-se analisar a variabilidade da remuneração global dos executivos em função da variabilidade dos indicadores financeiro-econômicos apresentados durante o período de 2010 a 2018, quando a CVM passou a exigir o detalhamento da remuneração global dos executivos brasileiros.

O principal objetivo foi identificar os Indicadores econômicos financeiros que influenciam diretamente, ou não, a remuneração global dos executivos.

A FIG. 2, a seguir, demonstra o construto da pesquisa.

Figura 2 - Constructo da pesquisa.



Fonte: Elaborada pelo autor, 2020.

### **3.1 Tipo de pesquisa**

Esta pesquisa se caracteriza como empírica, na qual as conclusões são extraídas de fontes concretas e confiáveis (DEMO, 2000). Este tipo de pesquisa deseja proporcionar maior embasamento às discussões, com base nas fontes de dados já existentes. Entretanto, para a explicação dos dados empíricos, é necessário o acompanhamento do referencial teórico. Estas informações podem alcançar o impacto apropriado, no sentido de simplificar a aproximação prática (DEMO, 1994).

A pesquisa documental é semelhante à pesquisa bibliográfica, na medida em que utiliza fontes de material já elaborado, criada a partir de livros e artigos científicos presentes em bibliotecas (FONSECA, 2002). Aborda fontes diversas, como: tabelas estatísticas, jornais, revistas, relatórios, documentos oficiais, cartas, filmes, fotografias, pinturas, tapeçarias, relatórios de empresas e vídeos de programas de televisão (FONSECA, 2002).

### **3.2 Abordagem da pesquisa**

Quanto à abordagem, trata-se de uma pesquisa quantitativa. Para Diehl (2004) a pesquisa quantitativa foca no uso da quantificação dos dados, seja durante a coleta de dados ou no tratamento das informações. Esta pesquisa emprega meios estatísticos, com o objetivo de materializar resultados, sem alterar suas análises e interpretações, assegurando maior confiabilidade e segurança ao processo de análise.

O modelo quantitativo é utilizado para quantificar os dados, seja na forma de coleta de dados de informações, ou no tratamento dessas informações, por meio de métodos estatísticos (RICHARDSON, 1999).

### 3.3 População e amostra da pesquisa

A amostra de um estudo consiste no universo a ser pesquisado, devendo ser definida da forma precisa (ROSENTAL; FRÉMONTIER-MURPHY, 2002). Pode ser definida como um grupo de elementos que possuem determinadas características a serem investigadas (GIL, 2008).

Como definição conceitual, existem companhias que possuem seus negócios situados em segmentos cujos ambientes microeconômicos e macroeconômicos exercem forte impacto na atividade operacional, tornando seus fluxos de caixa imprevisíveis ao longo dos períodos subsequentes. Como consequência, gera imprevisibilidade em seus negócios para os acionistas. Estas companhias são caracterizadas como cíclicas. Os segmentos utilizados nesta pesquisa são: *Commodities*, Construção Civil, Vestuário, Calçados, Acessórios, Móveis, Automotivo, Serviços Educacionais. Aluguéis de Carro, Eletrodomésticos e Produtos Diversos.

As companhias analisadas na pesquisa compõem boa parte do setor cíclico brasileiro. Estão listadas na [B]<sup>3</sup> (BRASIL-BOLSA-BALCÃO) e que foram contempladas pelo Novo Mercado (NM).

Como delimitação da pesquisa, foram excluídas as companhias cuja listagem no índice de governança corporativa ficou abaixo do segmento Novo Mercado (NM). Como justificativa para este corte populacional da amostra, cita-se a dificuldade para obter os dados necessários à elaboração da pesquisa.

Existem atualmente 75 companhias listadas no setor cíclico da [B]<sup>3</sup>. A amostra ficou composta por 40 companhias listadas no Novo Mercado (NM).

O Quadro 5 exibe todas as companhias selecionadas para a realização da pesquisa.



**Quadro 5 – Companhias abrangidas pela pesquisa**

<b>EMPRESA</b>	<b>SEGMENTO</b>	<b>TICKER</b>
CR2	Construção Civil	CRDE3
CYRELA REALT	Construção Civil	CYRE3
DIRECIONAL	Construção Civil	DIRR3
EVEN	Construção Civil	EVEN3
EZTEC	Construção Civil	EZTC3
GAFISA	Construção Civil	GFSA3
HELBOR	Construção Civil	HBOR3
JHSF PART	Construção Civil	JHSF3
RNI	Construção Civil	RDNI3
ROSSI RESID	Construção Civil	RSID3
TENDA	Construção Civil	TEND3
TRISUL	Construção Civil	TRIS3
VIVER	Construção Civil	VIVR3
SPRINGS	Tecidos, Vestuário e Calçados	SGPS3
CIA HERING	Vestuário	HGTX3
GRENDENE	Calçados	GRND3
VULCABRAS	Calçados	VULC3
TECHNOS	Acessórios	TECN3
UNICASA	Móveis	UCAS3
IOCHP-MAXION	Automóveis e Motocicletas	MYPK3
METAL LEVE	Automóveis e Motocicletas	LEVE33
BK BRASIL	Restaurante e Similares	BKBR3
IMC S/A	Restaurante e Similares	MEAL3
TIME FOR FUN	Produção de Eventos e Shows	SHOW3
CVC BRASIL	Viagens e Turismo	CVCB3
ANIMA	Serviços Educacionais	ANIM3
COGNA ON	Serviços Educacionais	COGN3
SER EDUCA	Serviços Educacionais	SEER3
YDUQS PART	Serviços Educacionais	YDUQ3
LOCALIZA	Aluguel de carros	RENT3
LOCAMERICA	Aluguel de carros	LCAM3
MOVIDA	Aluguel de carros	MOVI3
SMILES	Programas de Fidelização	SMLS3
AREZZO CO	Tecidos, Vestuário e Calçados	ARZZ3
LE LIS BLANC	Tecidos, Vestuário e Calçados	LLIS3
LOJAS MARISA	Tecidos, Vestuário e Calçados	AMAR3
LOJAS RENNER	Tecidos, Vestuário e Calçados	LREN3
MAGAZ LUIZA	Eletrrodomésticos	MGLU3
VIAVAREJO	Eletrrodomésticos	VVAR3
B2W DIGITAL	Produtos Diversos	BTOW3

**Fonte:** Adaptado pelo autor, a partir da Brasil Bolsa Balcão, 2019.

O Quadro 6 exibe toda a composição da amostra pelo número de empresas e por setor para a realização da pesquisa.

### Quadro 6 – Composição pelo número de empresa por setor

Setores	No. de empresas por segmento
Construção Civil	16
Tecidos, Vestuário e Calçados	10
Automóveis e Motocicletas	2
Viagens e Turismo	1
Serviços Educacionais	4
Aluguel de carros	3
Programas de Fidelização	1
Eletrodomésticos	2
Viagens e Turismo	1
Restaurantes e Similares	2
Produtos Diversos	2
Produções e Eventos	1
Móveis	1

Fonte: Adaptado pelo autor, a partir da Brasil Bolsa Balcão, 2019.

#### 3.4 Coleta de dados e definição das variáveis da amostra

Para Marconi, Lakatos (2010), o método utilizado se refere à documentação indireta, uma vez que toda a pesquisa está fundamentada em elementos documentais fornecidos por fonte primária ou secundária (MARCONI; LAKATOS, 2010). O que caracteriza uma investigação documental é que a origem dos dados para a contribuição da coleta de dados tem como delimitação documentos, escritos ou não, decorrentes de fontes primárias ou secundárias (MARCONI; LAKATOS, 2010).

Para os autores citados, a natureza da investigação documental é a fonte de contribuição de coleta de dados, limitando-se a documentos, escritos ou não, os quais se constituem em fontes primárias. De outro lado, as fontes secundárias utilizam os conhecimentos obtidos por meio de revistas, artigos, teses ou livros. A diferença entre as duas está no reconhecimento da autoria, característica das fontes secundárias, que nunca deve ser assemelhada às fontes primárias (MARCONI; LAKATOS, 2010).

A coleta de dados foi dividida em duas etapas. Para a análise da remuneração global dos executivos – ou seja, salários, remunerações previdenciárias e bônus por desempenho – foram utilizados os dados disponibilizados pelo formulário 480 do *site* da Comissão de Valores Mobiliários entre 2010 e 2018. Este formulário considera todas as práticas de governança corporativa para as companhias listadas no Novo Mercado na [B]<sup>3</sup>. Contém informações sobre a política de remuneração em todos os

níveis. Além dos executivos, contempla a remuneração de membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitês de Auditoria. Este formulário contempla informações sobre o risco financeiro das estruturas organizacionais atuais da companhia, ainda que não estatutários, desde que participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais.

O Quadro 7 destaca os indicadores de remuneração abordados pelo formulário de referência 480/09 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM).

**Quadro 7 – Indicadores de remuneração – Variáveis dependentes**

<b>Variável</b>	<b>Descrição</b>	<b>Coleta</b>
Remuneração fixa	Salários	Formulário de Referência – Item 13.2
Remuneração variável	Benefícios diretos e indiretos	Formulário de Referência – Item 13.2
Remuneração total (RT)	Remuneração + variável dos executivos	Formulário de Referência – Item 13.2

**Fonte:** Elaborado pelo autor, 2020.

Para os dados financeiros e os indicadores de rentabilidade, endividamento e valor de mercado, foram utilizadas as informações do banco de dados Economática®, na data base do último dia útil de cada exercício.

Os indicadores econômicos financeiros das “variáveis independentes”, ou de controle, foram extraídos da literatura sobre da temática, sendo reconhecidos como os mais relevantes, conforme o quadro 4.

O Quadro 8 apresenta o resumo das variáveis dependentes referentes aos indicadores de rentabilidade, endividamento e valor de mercado das empresas:

**Quadro 8** – Indicadores Econômico-financeiros -Variáveis Independentes

<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>	<b>FÓRMULA</b>	<b>JUSTIFICATIVA</b>
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{LL}{PL} \times 100$	Mede o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), apurado a uma taxa de retorno ao capital próprio.
Retorno sobre o Ativo (ROA)	$\frac{LL}{AT} \times 100$	Mede a taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas pela empresa em seus ativos.
Receita Líquida	<i>RB – Imp – contr – DV – Abatimentos</i>	É a receita bruta operacional subtraída dos impostos incidentes pela empresa menos os descontos e abatimentos concedidos.
Ebtida	<i>LO antes dos impostos ∓ DF líquidas + Depreciação e Amortização</i>	Lucro antes dos impostos menos despesas financeiras menos amortizações e depreciações.
Margem Líquida	$\frac{LL}{RV} \times 100$	Mede a porcentagem de cada unidade monetária de vendas após a dedução de todos os custos e despesas, inclusive os juros, impostos e dividendos de ações preferenciais.
Lucro Líquido	<i>RT- Custos- Imp.s. vendas- Desp.Fixas/Variáveis=LL</i>	É dada por meio do cálculo da diferença entre a receita total e o custo total.
<b>ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO</b>	<b>FÓRMULA</b>	<b>JUSTIFICATIVA</b>
Dívida Líquida	<i>Divida Total – Disponibilidades</i>	A dívida total líquida é a soma de todas as obrigações financeiras perante terceiros, subtraindo da dívida as disponibilidades da companhia.
Dívida líquida sobre Ebtida	$\frac{Divida\ total}{Ebtida} \times 100$	É uma medida de alavancagem ou índice de endividamento.
Fluxo de caixa Livre (FCL)	<i>FCO – CAPEX</i>	Fluxo de caixa disponível para os investidores.
CAPEX	<i>DFC – Fluxo de caixa das Ativ.Investimentos</i>	Despesas de capital ou investimento em bens de capital.
<b>ÍNDICES DE VALOR DE MERCADO</b>	<b>FÓRMULA</b>	<b>JUSTIFICATIVA</b>
Valor de Mercado	<i>última cotação * quantidade de ações disponíveis</i>	É o produto do número de ações que compõem o capital social da empresa e seu valor unitário.
EV – <i>Entreprise Value</i>	<i>EV = Capitalização + dívida – Caixa e Equivalentes – Ativos não Operacionais</i>	É o valor que o mercado atribui para a empresa (cotações), somado ao valor das dívidas desta empresa, descontando-se o que há disponível para o pagamento (caixa e outras disponibilidades).

**Fonte:** Elaborado pelo autor, 2020.

Para a realização desta pesquisa, os indicadores econômico-financeiros foram divididos em dois grupos: i) indicadores utilizados em estudos anteriores, ii)

indicadores financeiros (desempenho), fixados como base para pagamento da remuneração global das empresas analisadas. Também optou por um conjunto maior de indicadores, de modo a encontrar possíveis associações positivas entre outras variáveis dependentes e a independente na amostra analisada.

### 3.5 Modelo Econométrico

Nesta seção, a apresentação dos resultados da análise estatística foi realizada em 6 seções. Na primeira, o banco de dados foi avaliado em relação à ocorrência de dados ausentes. Para tal fim, foram utilizadas as etapas propostas por Hair *et al.* (2005), quais sejam:

- Etapa 1: avaliação da existência de padrões de dados perdidos;
- Etapa 2: diagnóstico da aleatoriedade das observações omissas;
- Etapa 3: averiguação da possibilidade de utilização de ações corretivas.

Os passos acima indicados tiveram por objetivo verificar se, na presente pesquisa, os processos geradores de dados ausentes se deram ou não de forma aleatória e, a partir desse resultado, definir as ações corretivas necessárias. Quando possível, a redução de observações omissas é um objetivo a ser perseguido, uma vez que elas diminuem a eficiência dos estimadores e aumentam os erros padrões das estimativas (GUJARATI; PORTER, 2011). Portanto, essa parte do tratamento estatístico é importante, pois observações ausentes, geradas a partir de processos aleatórios (*missing at random* – MAR; ou *missing completely at random* - MCAR), ou não aleatórios (*not missing at random* - NMAR) demandam tipos específicos de ações corretivas para mitigação de seus efeitos sobre os resultados da pesquisa (LITTLE, 1988)<sup>1</sup>.

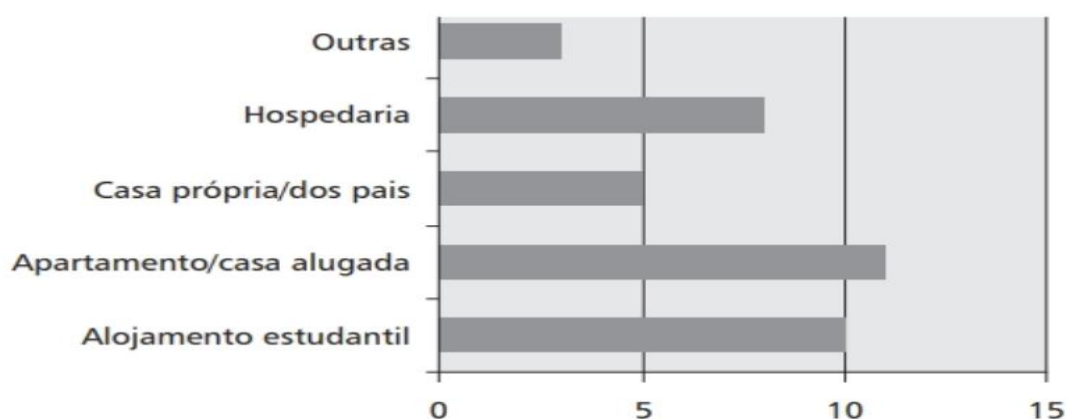
Para verificação da existência de padrões de dados perdidos (etapa 1), foram realizados dois procedimentos. No primeiro, avaliou-se a frequência de ocorrência de observações omissas nos indicadores, em função dos anos

---

<sup>1</sup> MAR ocorre “se os valores perdidos de Y dependem de X, mas não de Y” (HAIR, *et al.*, 2005, p. 60). MCAR ocorre quando “os valores observados de Y são verdadeiramente uma amostra aleatória de todos os valores de Y” (HAIR, *et al.*, 2005, p. 60). NMAR ocorre quando a probabilidade de ocorrência de uma não resposta depende de valores ausentes (LITTLE, 1988).

considerados e indicadores em função das empresas pesquisadas. O objetivo dessa verificação é examinar se alguma variável, em algum ano ou alguma empresa em particular, apresenta frequências elevadas de ocorrência de dados faltantes. Para alcance deste propósito, foram utilizados gráficos de barras que “mostram a quantidade de dados a que pertence cada categoria como uma área retangular dimensionada proporcionalmente” (JOHNSON; KUBY, 2013). Um exemplo deste encontra-se no GRAF. 1.

Gráfico 1 – Representação do gráfico de barras

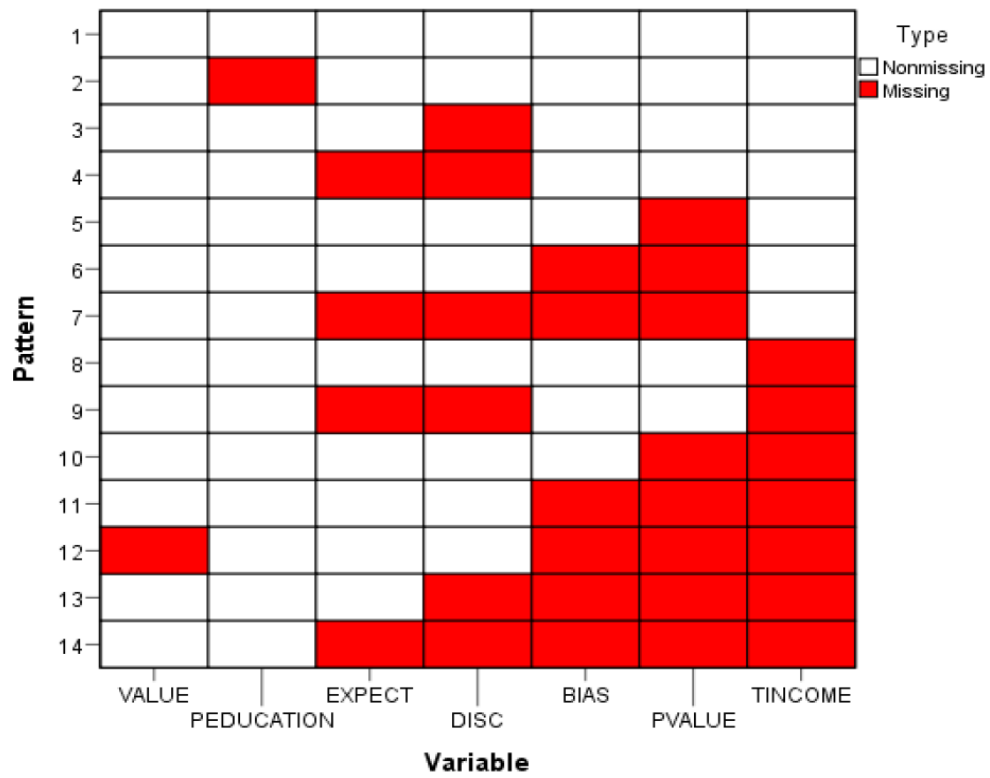


Nota: O gráfico em questão refere-se ao exemplo utilizado por Costa (2015) relativo ao tipo de acomodação utilizado por alunos.

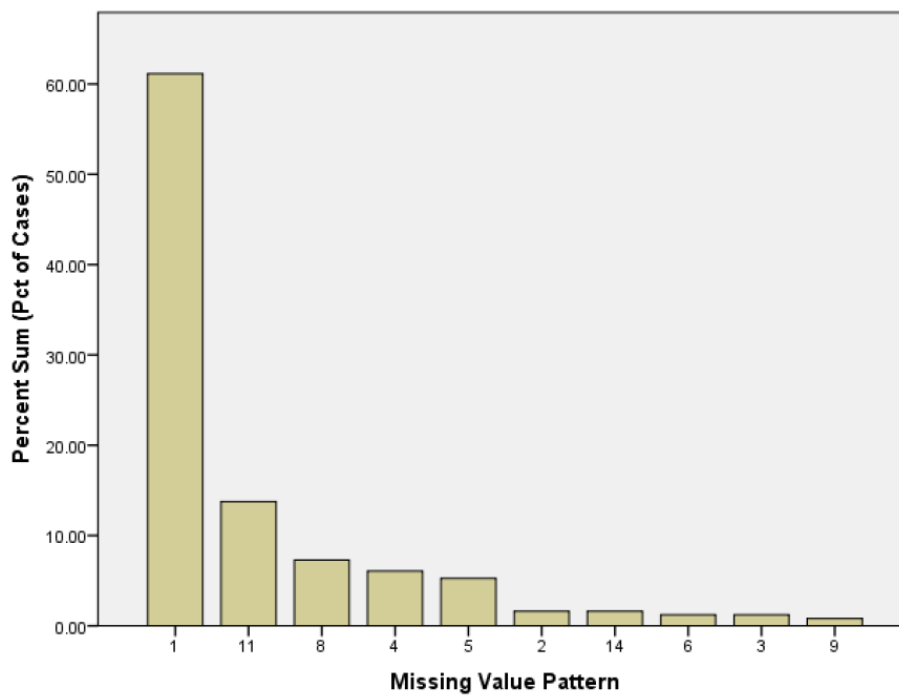
Fonte: Costa (2015, p. 87).

O segundo procedimento utilizado na avaliação da existência de padrões de dados perdidos consistiu na execução de análise multivariada onde se considerada a ocorrência de dados faltantes simultaneamente em todas as variáveis. Os resultados deste procedimento foram representados em gráficos de padrão de dados omissos e de barras. Para explicação da configuração destes, apresentou-se, no GRAF. 2, os resultados da análise de dados ausentes realizada por Thomas (2015).

Gráfico 2 – Representação dos gráficos de padrão de dados omissos e de barras



(a)



(b)

Fonte: Thomas (2015, p. 28-9).

O gráfico de padrão de dados omissos (GRAF. 2a) apresenta, em seu eixo x, as variáveis avaliadas no estudo e, no eixo y, os padrões de dados omissos identificados pelo *software* estatístico. Para a pesquisa de Thomas (2015) foram considerados 7 variáveis (*VALUE*, *PEDUCATION*, *EXPECT*, *DISC*, *BIAS*, *PVALUE* e *TINCOME*). Foram encontrados 14 padrões.

Cada linha do GRAF. 2a indica um grupo de casos com o mesmo padrão de dados faltantes (quadrante em vermelho) ou observados (quadrante em branco). Por exemplo,  $y = 1$  apresenta o primeiro padrão identificado, qual seja, ocorrência de nenhuma observação omissa, pois a linha em questão possui apenas quadrantes brancos. O segundo padrão identificado ( $y = 2$ ) é aquele em que o valor omissa é encontrado apenas na variável *PEDUCATION*, pois, nesta linha, ela foi a única que apresentou quadrante na cor vermelha. Já o GRAF. 2b apresenta, em ordem decrescente, a frequência de ocorrência dos 10 primeiros padrões identificados no GRAF. 2<sup>a</sup>., por exemplo: na pesquisa de Thomas (2015), o padrão 1 ocorreu em aproximadamente 60,0% dos casos; o padrão 11, em 15,0%, e assim sucessivamente.

Quanto ao diagnóstico da aleatoriedade dos dados faltantes (etapa 2), este foi realizado a partir do teste MCAR de Little, que tem por objetivo testar a suposição de que os dados ausentes são MCAR, isto é, gerados completamente ao acaso (LITTLE, 1988).

No que se refere à utilização de ações corretivas (etapa 3), a seguinte alternativa foi utilizada: eliminação dos anos e da empresa que concentraram as maiores frequências de dados ausentes. Esse procedimento é indicado por Hair *et al.* (2005, p, 61) que afirmam:

Nesse tipo de tratamento, o pesquisador determina a extensão dos dados perdidos em cada caso e variável e então elimina os casos ou variáveis com níveis excessivos [de valores omissos]. Em muitos casos, onde um padrão não-aleatório de dados perdidos está presente, essa pode ser a solução mais eficiente. O pesquisador pode descobrir que os dados perdidos estão concentrados em um pequeno subconjunto de casos e/ou variáveis, sendo que sua exclusão reduz substancialmente a extensão dos dados perdidos.



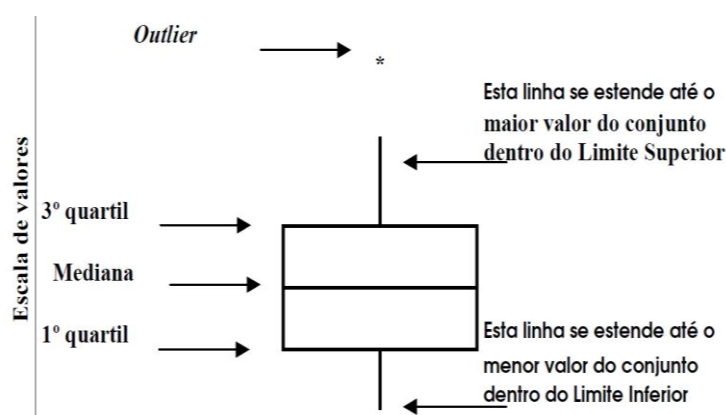
A ação supramencionada não eliminou todos os valores ausentes constantes no banco de dados, apesar de tê-los reduzido sensivelmente. Outras alternativas que eliminem completamente as observações faltantes, como os métodos de imputação, não puderam ser utilizadas, uma vez que, para dados NMAR (como os observados neste relatório), a utilização de métodos de correção exige “que se incorpore explicitamente [nele] o mecanismo de não resposta” (NUNES, 2007, p. 23). Esse procedimento, entretanto, não pôde ser utilizado porque o motivo da não resposta por parte das organizações é elemento desconhecido ou se alicerça na inclusão das empresas no [B]<sup>3</sup> após 2010.

Finalizada a avaliação de dados ausentes, passou-se à análise descritiva das variáveis de estudo. Este foi o objetivo da seção 4.2. Nela foram apresentadas medidas de tendência central (média e mediana) e de variabilidade (desvio padrão, mínimo e máximo) e análises gráficas com utilização do *box-plot* (GRAF. 3), gráfico de linhas (GRAF. 4) e histograma (GRAF. 5).

O *boxplot*, cuja representação esquemática encontra-se no GRAF. 3, é

...um gráfico proposto para detecção de valores discrepantes (*outliers*), que são aqueles valores muito diferentes do restante do conjunto de dados (...). Na construção do *boxplot*, utilizamos alguns percentis (mediana, primeiro e terceiro quartis), que são pouco influenciados por valores extremos. Além disso, precisamos saber quais são os valores mínimo e máximo do conjunto de dados (REIS; REIS, 2002, p. 28).

Gráfico 3 - Representação esquemática do *boxplot*

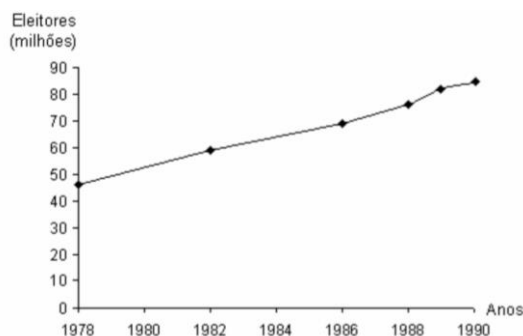


Nota: O primeiro quartil concentra 25,0% dos dados; o segundo quartil (mediana), 50,0% dos dados; e o terceiro quartil, 75,0% dos dados (REIS; REIS, 2002).

Fonte: Reis e Reis (2002, p. 28).

No gráfico de linhas (GRAF. 4), por sua vez, “os pontos são dispostos no plano de acordo com suas coordenadas. A seguir, são ligados por segmentos de reta (PIANA; MACHADO; SELAU, 2009, p. 23).

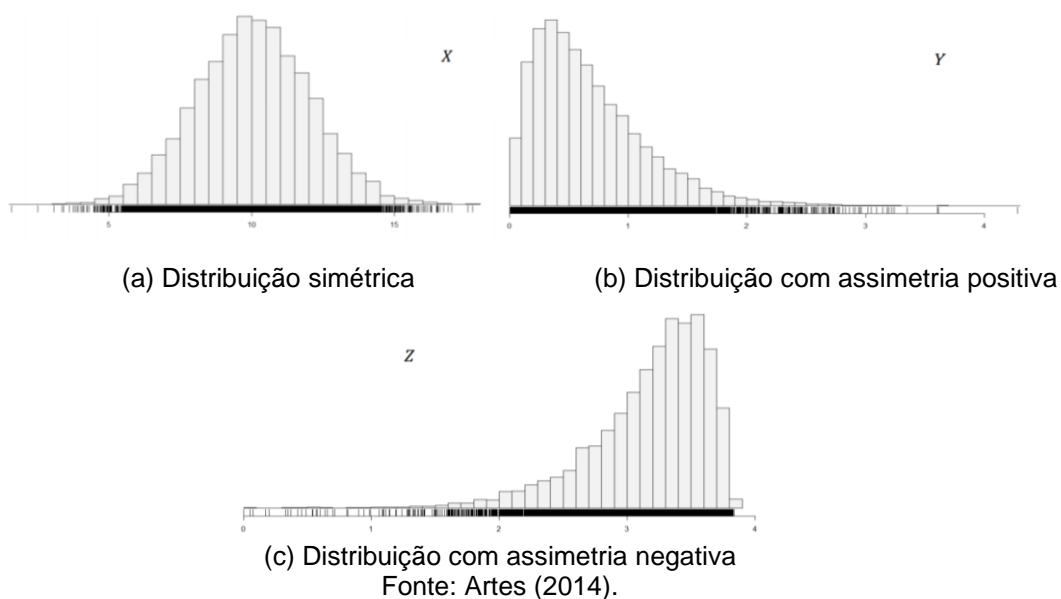
Gráfico 4 - Representação do gráfico de linha



Nota: O gráfico avaliou os eleitores inscritos nas eleições brasileiras de 1978 a 1990.  
Fonte: Piana, Machado e Selau (2009, p. 23).

A análise descritiva valeu-se também de gráficos do tipo histograma (GRAF. 5). Estes são “a representação gráfica da distribuição de frequências de uma variável contínua” (REIS, REIS, 2002, p. 15). A visualização do formato do histograma permite avaliar a assimetria<sup>2</sup> da distribuição da variável de estudo. Esta pode ser nula, positiva ou negativa conforme foi representado no GRAF. 5.

Gráfico 5 - Representação de um histograma em função de sua assimetria

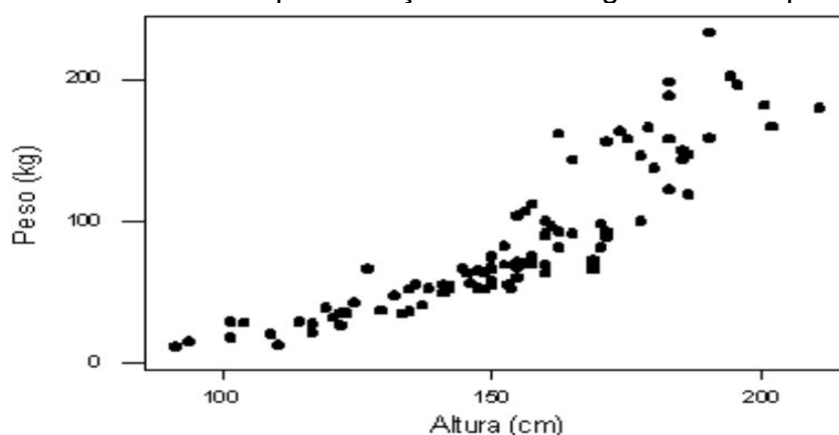


<sup>2</sup> A assimetria compara a distribuição de uma variável com a distribuição normal. “Uma distribuição positivamente assimétrica tem relativamente poucos valores grandes e uma cauda mais alongada à direita, e uma distribuição negativamente assimétrica tem relativamente poucos valores pequenos e uma cauda mais alongada à esquerda” (HAIR *et al.*, 2005, p. 50).

A análise teve continuidade com avaliação da relação entre remuneração e os indicadores financeiros avaliados a partir de quatro técnicas: diagrama de dispersão, coeficiente de correlação de Spearman, análise de regressão com dados em painel e análise de regressão não linear gama.

O diagrama de dispersão se refere a “um gráfico onde pontos no espaço cartesiano XY são usados para representar simultaneamente os valores de duas variáveis quantitativas medidas em cada indivíduo do conjunto de dados” (REIS; REIS, 2002, p. 26), tal qual se apresentou no GRAF. 6.

Gráfico 6 – Representação de um diagrama de dispersão



Nota: Neste gráfico, as autoras avaliaram a relação entre peso e altura.  
Fonte: Reis e Reis (2002, p. 27).

O coeficiente de correlação:

Indica a força de associação entre quaisquer duas variáveis métricas. O sinal (+ ou -) indica a direção da relação. O valor pode variar de -1 a +1, em que +1 indica uma perfeita relação positiva, 0 indica relação nenhuma e -1, uma perfeita relação negativa ou reversa (quando uma variável se torna maior, a outra fica menor) (HAIR *et al.*, 2005, p. 132).

Uma vez que as variáveis avaliadas neste relatório não apresentaram distribuição normal<sup>3</sup>, optou-se pela utilização da correlação não paramétrica de Spearman.

A análise de regressão com dados em painel, apresentada na seção 4.3, refere-se a uma técnica em que “a mesma unidade de corte transversal (uma família,

<sup>3</sup> Essa conclusão foi feita a partir da avaliação do formato do histograma das distribuições das variáveis.

uma empresa, um estado) é acompanhada ao longo tempo” (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 587). Segundo os mesmos autores, há três técnicas de estimação para operacionalização da análise de regressão com dados em painel. São elas:

- Modelo mínimos quadrados ordinários (MQO) para dados empilhados ou *pooled*. Nela os dados são simplesmente empilhados e “uma regressão ‘grande’ é realizada, desprezando a natureza de corte transversal e de séries temporais de nossos dados” (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 589). Neste caso, há a pressuposição de que os coeficientes de regressão são os mesmos para todas as empresas e, portanto, não há distinção entre as organizações;
- Modelo MQO com variáveis *dummies*<sup>4</sup> para efeitos fixos. Nesta técnica, todas as observações são combinadas, mas cada unidade de corte transversal (empresa) terá seu próprio intercepto. “O termo ‘efeitos fixos’ deve-se ao fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, o intercepto de cada indivíduo não varia com o tempo (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 592);
- Modelo de efeitos aleatórios em que há o “pressuposto de que os valores de intercepto sejam extraídos aleatoriamente de uma população bem maior de empresas (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 590). Neste modelo, a estimativa do intercepto não é tratada como fixa, e sim como uma variável aleatória com valor médio expresso por  $\beta_1$ .

Nos três modelos de análise de regressão com dados em painel foram considerados, inicialmente<sup>5</sup>, os seguintes parâmetros:

---

<sup>4</sup> Variável dummy é “uma forma de introduzir características qualitativas em modelos econométricos” (INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA, 2020).

<sup>5</sup> Conforme será apresentado nas seções 4.1 e 4.4 foram excluídos da análise os anos de 2010 e de 2011, a empresa Centauro, a variável *valor de mercado* e os indicadores que não apresentaram significância estatística nas análises de regressões realizadas.

- Unidades de corte transversal: 41 empresas do setor cíclico listadas na [B]<sup>3</sup> ( $n = 40$ ). São elas: Anima, Arezzo Co, B2W Digital, Bk Brasil, Cia Hering, Centauro, Cia Locação das Américas, Cogna ON, Cr2, Cvc Brasil, Cyrela Realt, Direcional, Even, Eztec, Gafisa, Grendene, Helbor, Imc S/A, IochpMaxion, JHSF Part, Le Lis Blanc, Localiza, Lojas Marisa, Lojas Renner, Magazine Luiza, Metal Leve, Movida, Rni, Rossi Resid, Ser Educa, Smiles, Springs, Technos, Tenda, Time For Fun, Trisul, Unicasa, Viavarejo, Viver, Vulcabrás, Yduqs Part;
- Dimensão temporal: 2010 a 2018;
- Variável dependente: remuneração total;
- Variáveis independentes:
  - Indicadores de rentabilidade: ROE, ROA, receita líquida, EBDITA, margem líquida e lucro líquido;
  - Indicadores de endividamento: dívida líquida, dívida líquida sobre EBTIDA, FCL e CAPEX;
  - Indicador de valor de mercado: *enterprise value* (EV).

Para verificação de qual dos modelos (*pooled*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios) foi o mais adequado para avaliar a relação entre remuneração total e os indicadores de rentabilidade, de endividamento e de valor de mercado foram utilizados os testes listados no QUADRO 1.

Quadro 1 – Testes para identificação do modelo de regressão com dados em painel mais adequado - F, multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan e Hausman

Comparação	Tipo de teste	Resultado do teste	
		Valor $p < 0,05$	Valor $p > 0,05$
<i>Pooled versus</i> efeitos fixos	Teste F de efeitos individuais	É preferível o modelo de efeito fixo	É preferível o modelo <i>pooled</i>
<i>Pooled versus</i> aleatório	Teste multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan	É preferível o modelo de efeito aleatório	É preferível o modelo <i>pooled</i>
Efeitos fixos <i>versus</i> aleatório	Teste de Hausman	É preferível o modelo de efeito fixo	É preferível o modelo de efeito aleatório

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Gujarati e Porter (2011).

Para avaliar a validade das estimações realizadas, via análise de regressão com dados em painel (independentemente do tipo de estimação), deve-se verificar os seguintes pressupostos, conforme orientação de Gujarati e Porter (2011):

- Normalidade do termo de erro, isto é,  $u_i \sim N(0, \sigma^2)$ . Valores p associados ao teste de Shapiro Wilk superiores ao nível de significância empregado (5%) e o formato da distribuição do erro aproximado a normal no histograma sugerem atendimento a esse pressuposto;
- Homocedasticidade do termo de erro: a variância do termo de erro deve ser a mesma, independentemente do valor de X, isto é,  $\text{Var}(u_i) = \sigma^2$ . Valores p associados ao teste de Breusch-Pagan superiores ao nível de significância empregado (5%) sugerem atendimento a esse pressuposto;
- Inexistência de autocorreção entre os termos de erro: avaliada a partir do teste de Breusch-Godfrey: valores p superiores ao nível de significância empregado (5%) sugere atendimento a esse pressuposto;

A seção 4.4 trouxe os resultados da análise de regressão não linear gama operacionalizada a partir da função de ligação<sup>6</sup> *log*. Este tipo de regressão foi utilizado como alternativa para avaliação da relação entre remuneração total e os indicadores financeiros, uma vez que os pressupostos da regressão em painel não foram atendidos.

A escolha da regressão gama assentou-se no fato de que a distribuição da variável *remuneração total* é assimétrica positiva e assume valores estritamente positivos, pressupostos para utilização desta técnica (PAULA, 2000). Segundo Paula (2000, p. 114), a classe de modelos para a análise de dados positivos assimétricos é bastante ampla, incluindo distribuições conhecidas para os erros, tais como gama”.

---

<sup>6</sup> Segundo Demétrio (2002, p. 26) a função de ligação é “uma função que liga o componente aleatório ao componente sistemático, ou seja, relaciona a média ao preditor linear”.

Para avaliação da adequação da regressão gama aos dados da pesquisa, foram verificados os seguintes critérios:

- Relação entre os valores de máxima verossimilhança do modelo proposto (com covariáveis) ( $D_c$ ) e daquele que contém apenas o intercepto (sem covariáveis) ( $D_0$ ). Caso  $D_c$  seja consideravelmente menor do que  $D_0$ , é possível concluir que o ingresso das covariáveis na regressão foi positivo, pois melhorou seu ajuste;
- Teste de hipótese dos resíduos *deviance*, cuja hipótese nula indica que o modelo é adequado. Nesse sentido, espera-se encontrar um valor p alto para o citado teste, de modo a apontar inexistência de falta de ajuste;
- Gráfico de envelope de probabilidade simulado. Caso os pontos caiam dentro das bandas do envelope, entende-se que o modelo é adequado. Envelope de probabilidade simulado trata-se da

...construção por simulação de Monte Carlo de uma banda de confiança para os resíduos da regressão” de modo a verificar a concordância entre a distribuição empírica do componente do desvio e a distribuição utilizada para modelagem da relação entre Y e as covariáveis (PAULA, 2010, p. 42).

- Gráfico de distância de Cook *versus* observação. A citada distância é

Uma medida resumo da influência de um único caso (observação) baseada nas mudanças totais em todos os outros resíduos, quando o caso é eliminado do processo de estimação. Valores grandes (geralmente maiores que 1) indicam influência substancial pelo caso afetando os coeficientes de regressão estimados (HAIR *et al.*, 2005, p. 188).

- Gráfico de dispersão e coeficiente de correlação entre valores ajustados pela regressão gama e os valores de remuneração total.

As seções 4.5 e 4.6 apresentam, respectivamente, a síntese dos resultados e as limitações encontradas na realização da análise estatística dos dados desta pesquisa.

Por fim, cumpre indicar que todos os testes de hipótese realizados neste relatório consideraram  $\alpha = 5\%$  e o *software* utilizado para processamento das análises foi o R (versão 1.2.5042).



#### 4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção teve por objetivo apresentar os dados descritivos das variáveis de estudo, além dos resultados dos testes de hipótese associados à correlação de Spearman<sup>7</sup>. A análise descritiva foi realizada a partir da identificação de medidas de tendência central (média e mediana) e de variabilidade (desvio padrão, mínimo e máximo) e com avaliação dos gráficos *box-plot*, de linha, histograma e diagrama de dispersão.

Antes da apresentação dos dados relativos à análise descritiva, cumpre ressaltar que, o indicador VM, os anos de 2010 e de 2011 e a empresa Centauro foram excluídos da análise conforme descrito na seção anterior e, portanto, não se encontram contemplados nesta seção e nas seguintes.

As medidas resumo de tendência central e de variabilidade das variáveis encontram-se na TAB. 1. Chama atenção os valores de mínimo iguais a 0,0 nas variáveis ROA, RL, LL, DL, DLSE, FCL e CAPEX.

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis de estudo – Medidas de tendência central e de variabilidade

Indicador	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
RM	12.204.780,8	8.086.672,9	12.227.743,5	120.000,0	78.546.961,9
ROE	19,1	13,3	26,6	0,1	281,7
ROA	7,3	5,5	6,8	0,0	35,4
RL	2.664.376,9	1.364.123,5	4.037.921,0	0,0	26.928.000,0
EBITDA	383.030,99	259.557,00	389.321,08	1.947,00	2.404.339,00
ML	36,5	9,5	174,4	0,1	2.008,7
LL	232.910,5	142.144,0	283.343,2	0,0	1.882.316,0
DL	733.883,2	490.396,5	797.401,2	0,0	5.203.192,0
DLSE	4,1	1,9	13,0	0,0	166,4
FCL	256.420,6	135.739,0	385.286,9	0,0	2.951.225,0
CAPEX	140.704,7	66.771,0	193.797,9	0,0	1.350.712,0
EV	4.144.640,8	2.529.228,0	5.235.531,5	19.779,0	33.551.515,0

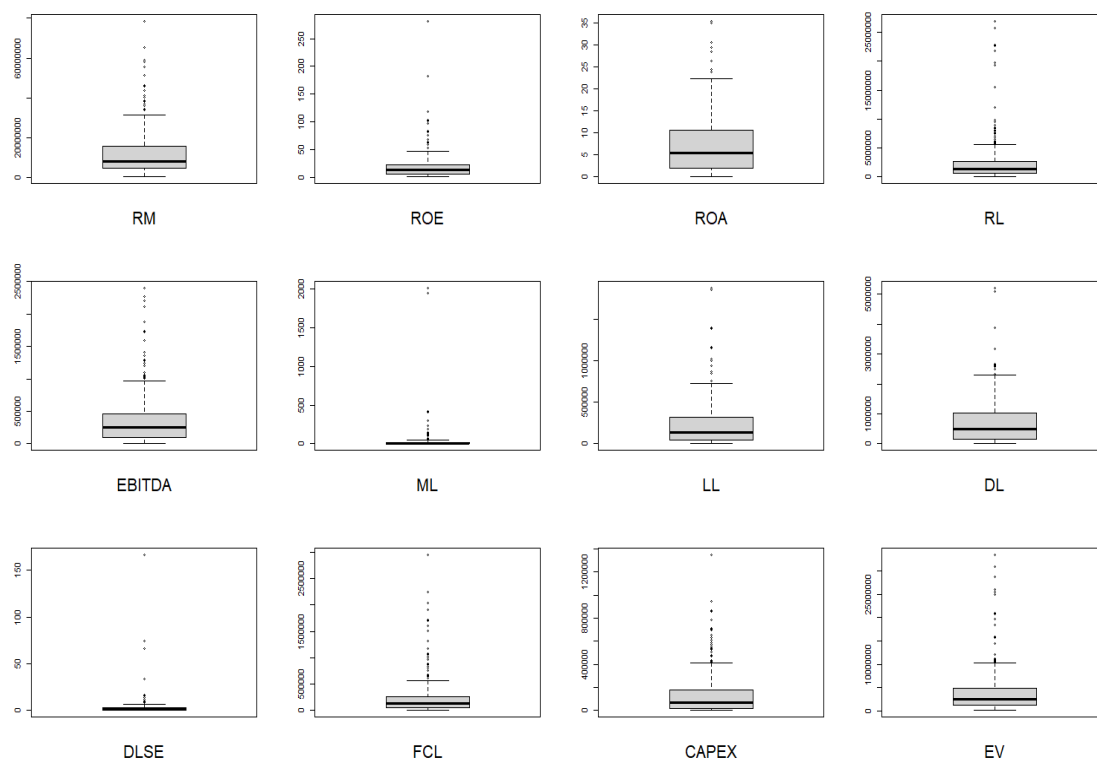
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Dados constantes na TAB. 1 permitiram concluir que, na maioria dos casos, os valores de média e de mediana encontram-se distantes entre si, o que sugere

<sup>7</sup> A correlação não paramétrica de Spearman foi escolhida uma vez que as variáveis estudadas neste relatório não seguem distribuição normal. Esta conclusão foi feita a partir da avaliação do formato dos histogramas das distribuições de cada variável presentes no GRAF. 22.

existência de valores extremos no banco de dados. Essa suposição foi confirmada a partir da avaliação do GRAF. 7, uma vez que o *box-plot* de todos os indicadores apresentam *outliers* (marcados com o símbolo *asterisco*). Em todos os casos, estes se referem a valores extremos altos<sup>8</sup>.

Gráfico 7 – Análise de valores extremos das variáveis de estudo – *Box plot*



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

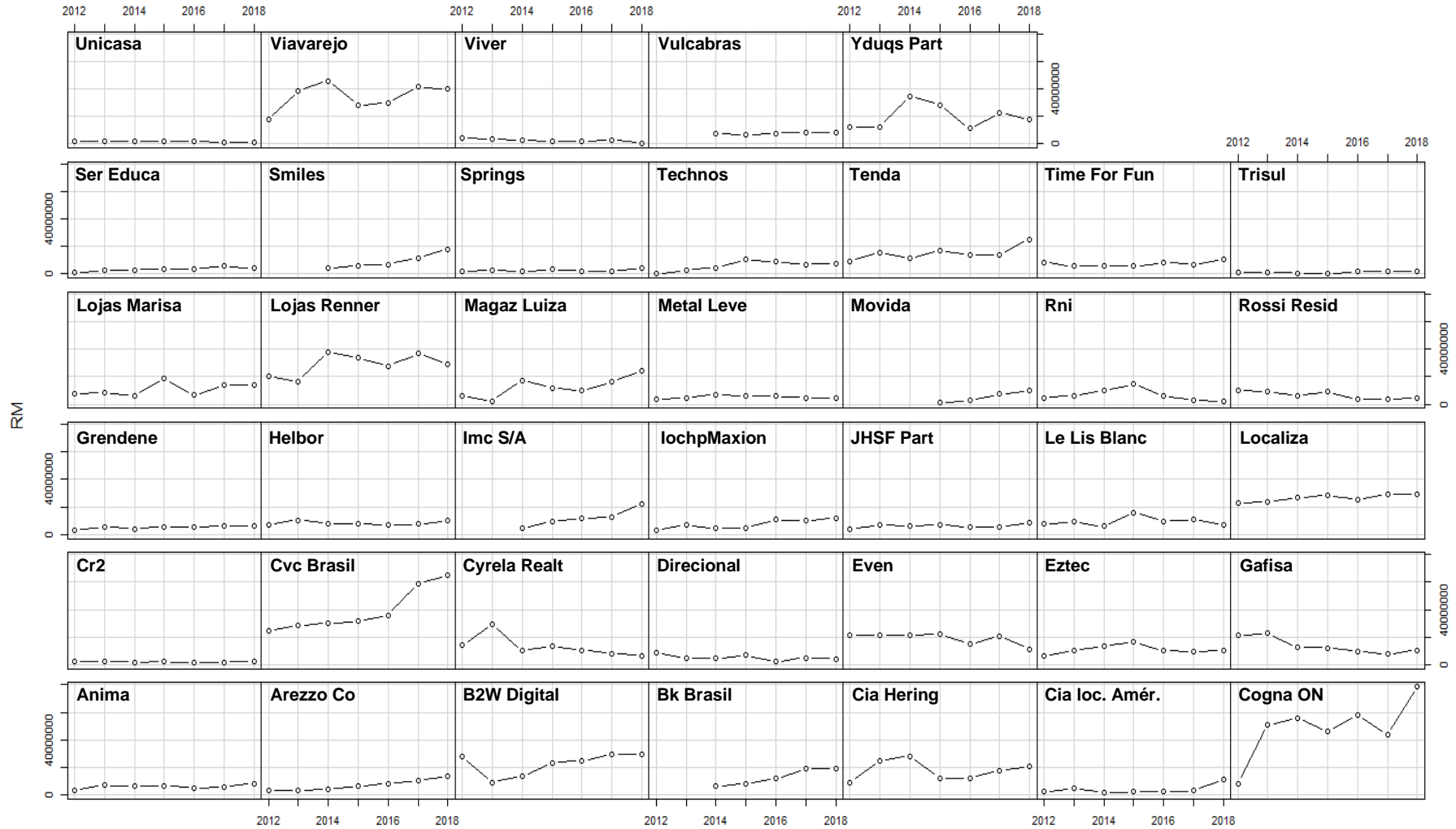
O GRAF. 7 mostrou também que, desconsiderando os *outliers*, a maioria das variáveis apresenta baixa variabilidade, uma vez que as caixas de *boxplot* apresentam pequeno valor de amplitude interquartil<sup>9</sup>. Em relação a esse ponto, houve destaque para ROE, RL, ML, DLSE e FCL.

Os gráficos, apresentados a seguir, trouxeram a evolução da RM e dos indicadores financeiros das 40 empresas pesquisadas entre os anos de 2012 a 2018.

<sup>8</sup> Valor extremo alto é aquele que se encontra fora do intervalo  $[Q1 - 1,5 \cdot AIQ, Q3 + 1,5 \cdot AIQ]$ . Q1 é o 1º quartil; AIQ, amplitude interquartil; e Q3, 3º quartil (REIS; REIS, 2002).

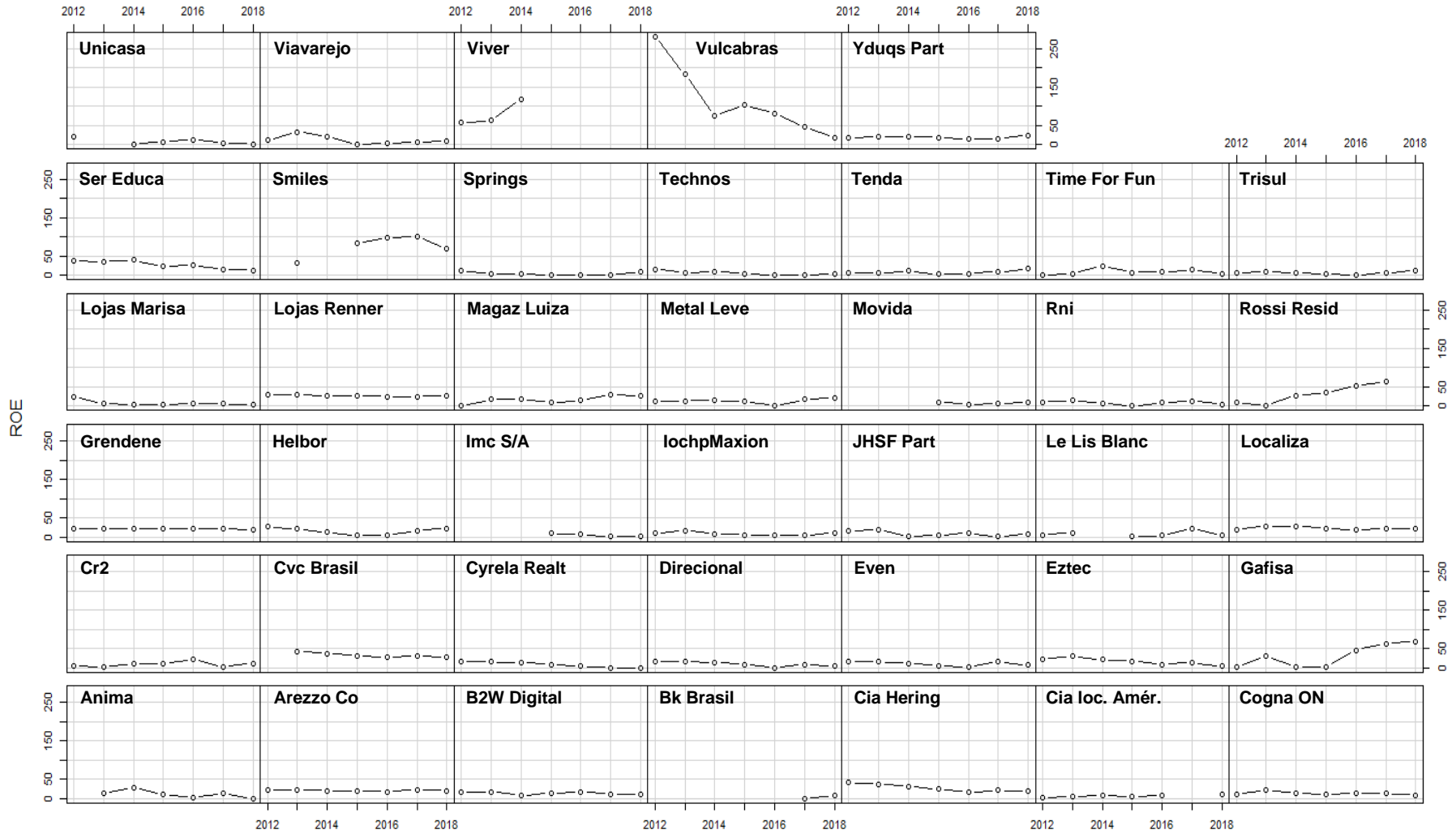
<sup>9</sup> Amplitude interquartil é a distância entre o primeiro e o terceiro interquartil (REIS; REIS, 2002).

Gráfico 08 – Evolução da RM por empresa no período de 2012 a 2018 – Gráfico de linha



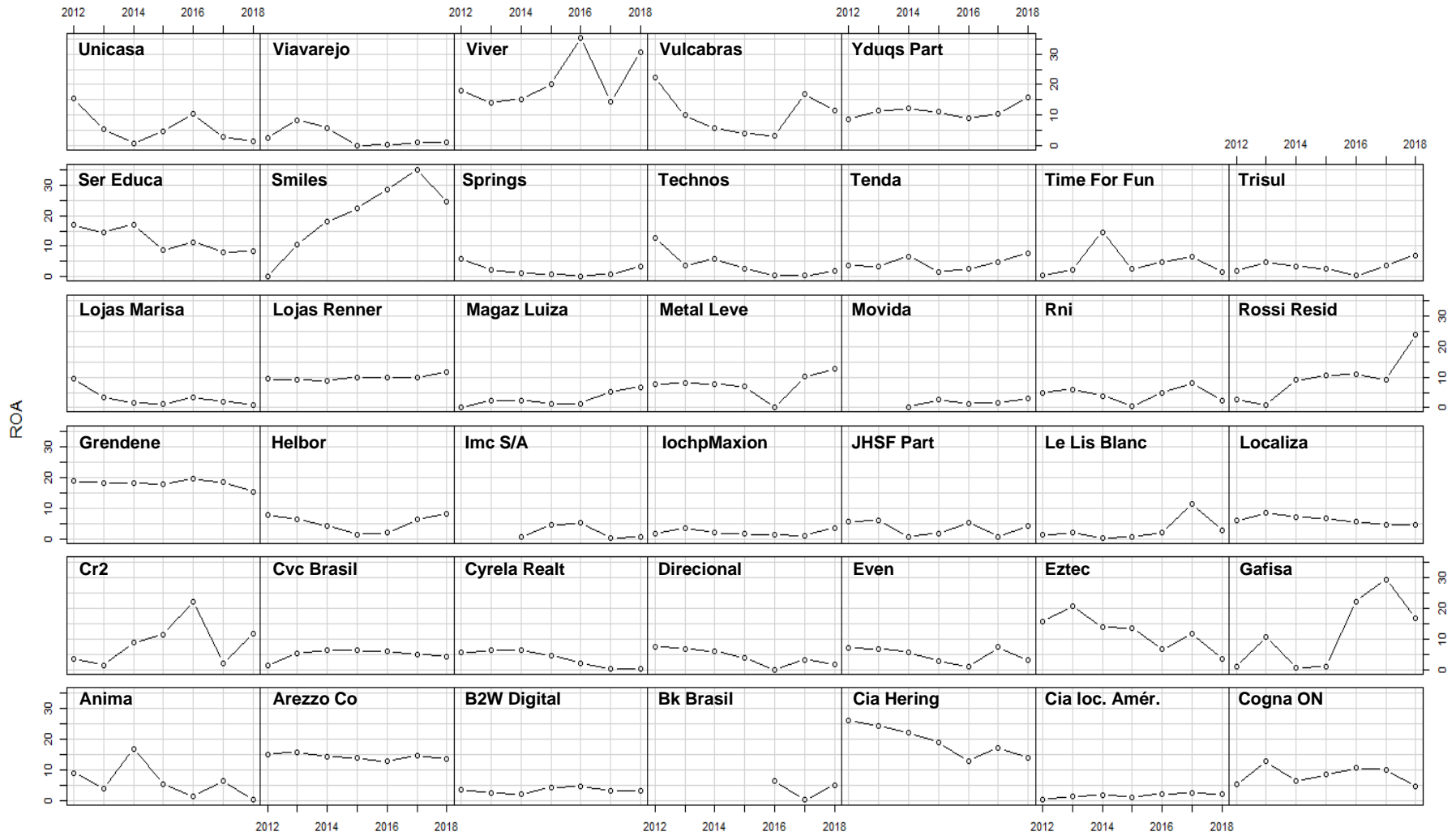
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 09 – Evolução do ROE por empresa no período de 2012 a 2018 – Gráfico de linha



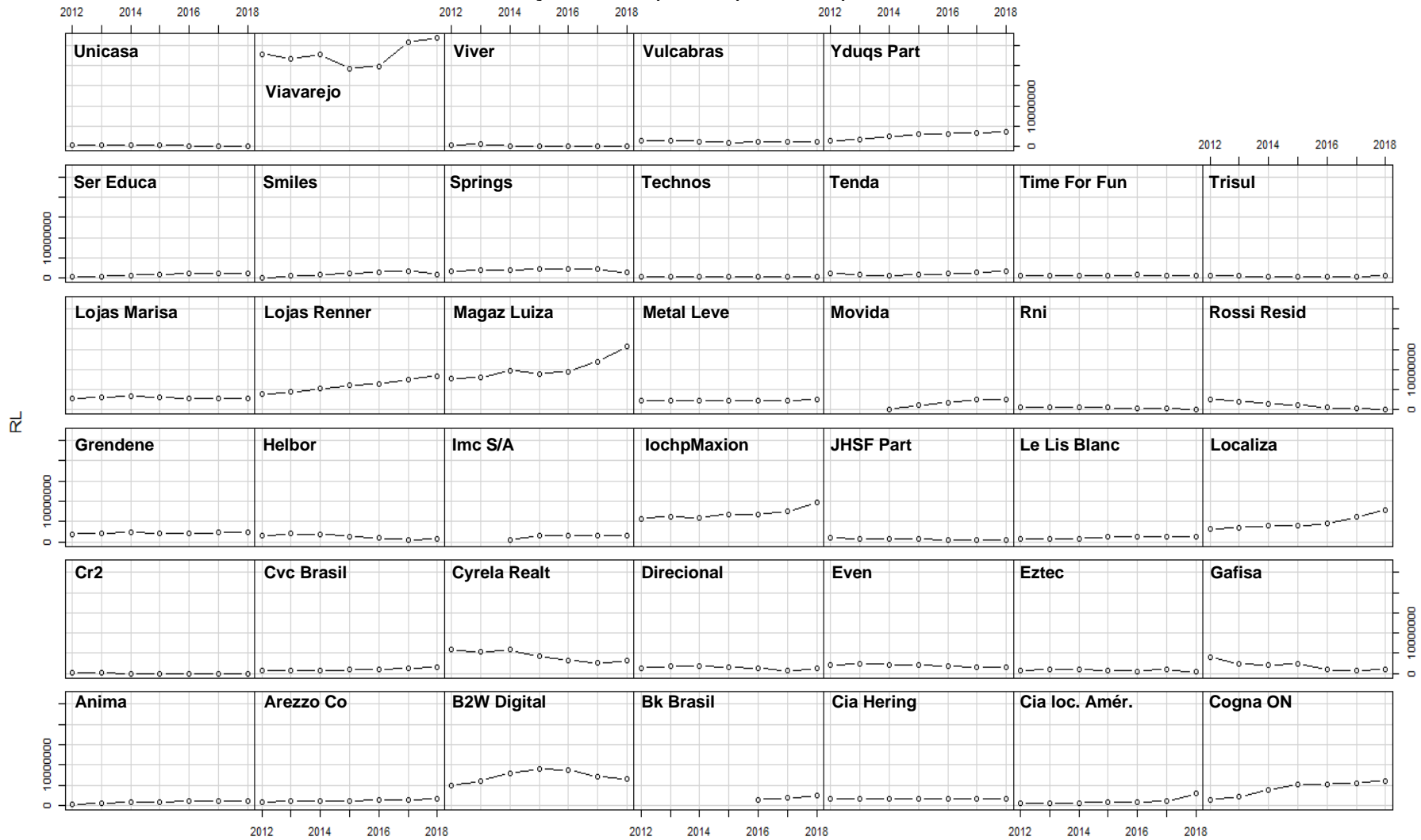
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 10 – Evolução do ROA por empresa no período de 2012 a 2018



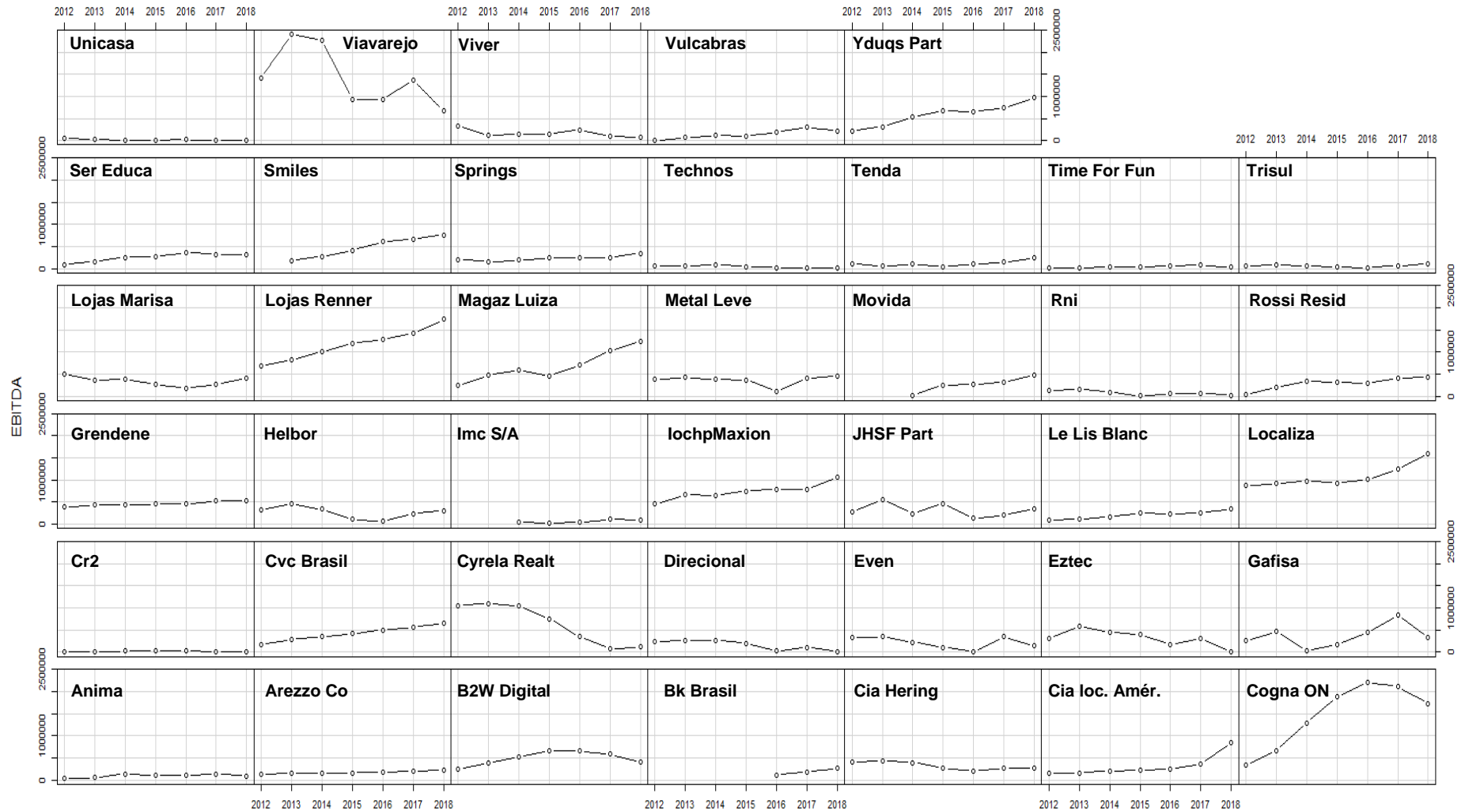
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 11 – Evolução da RL por empresa no período de 2012 a 2018



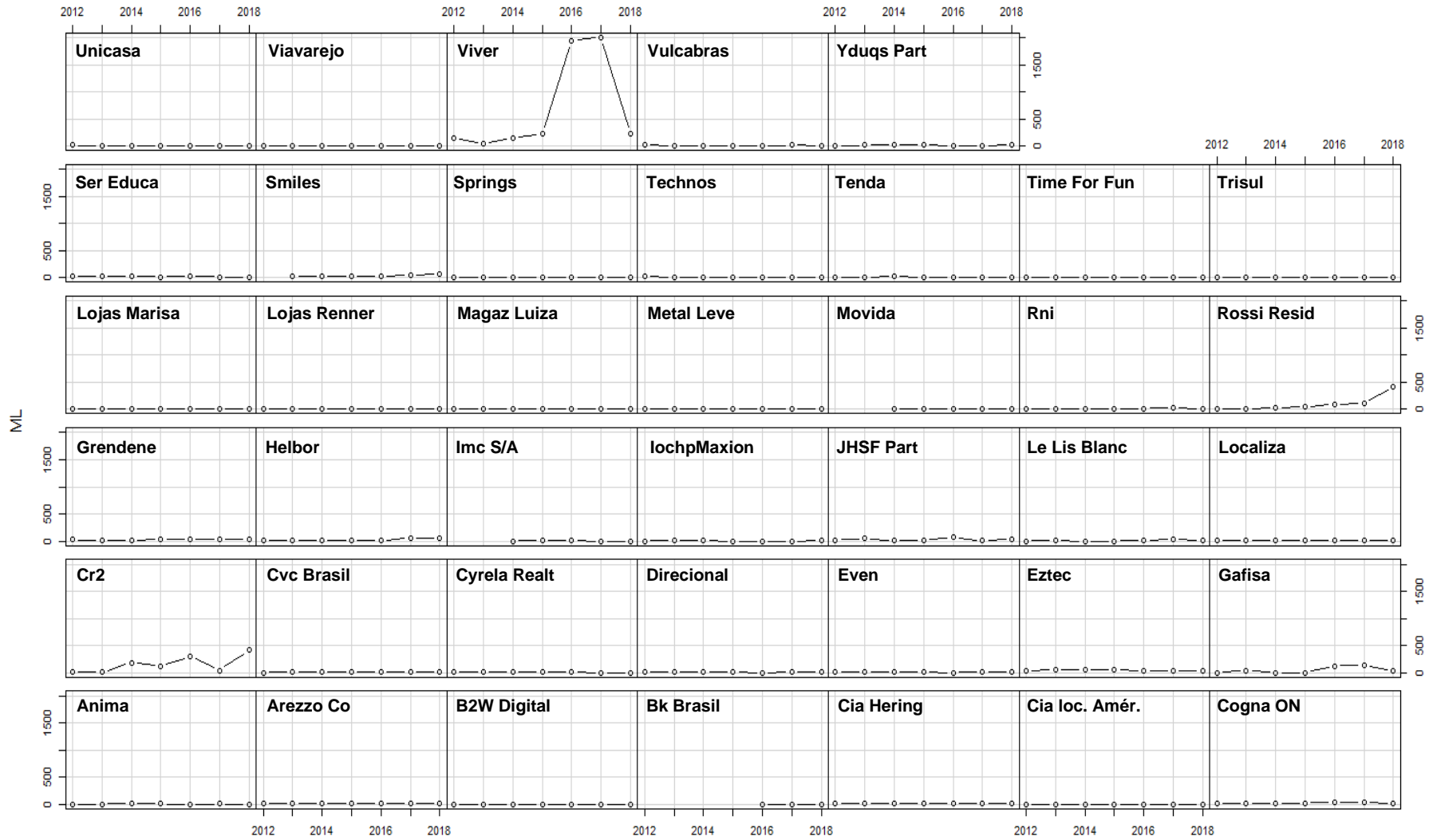
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 12 – Evolução do EBITDA por empresa no período de 2012 a 2018



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

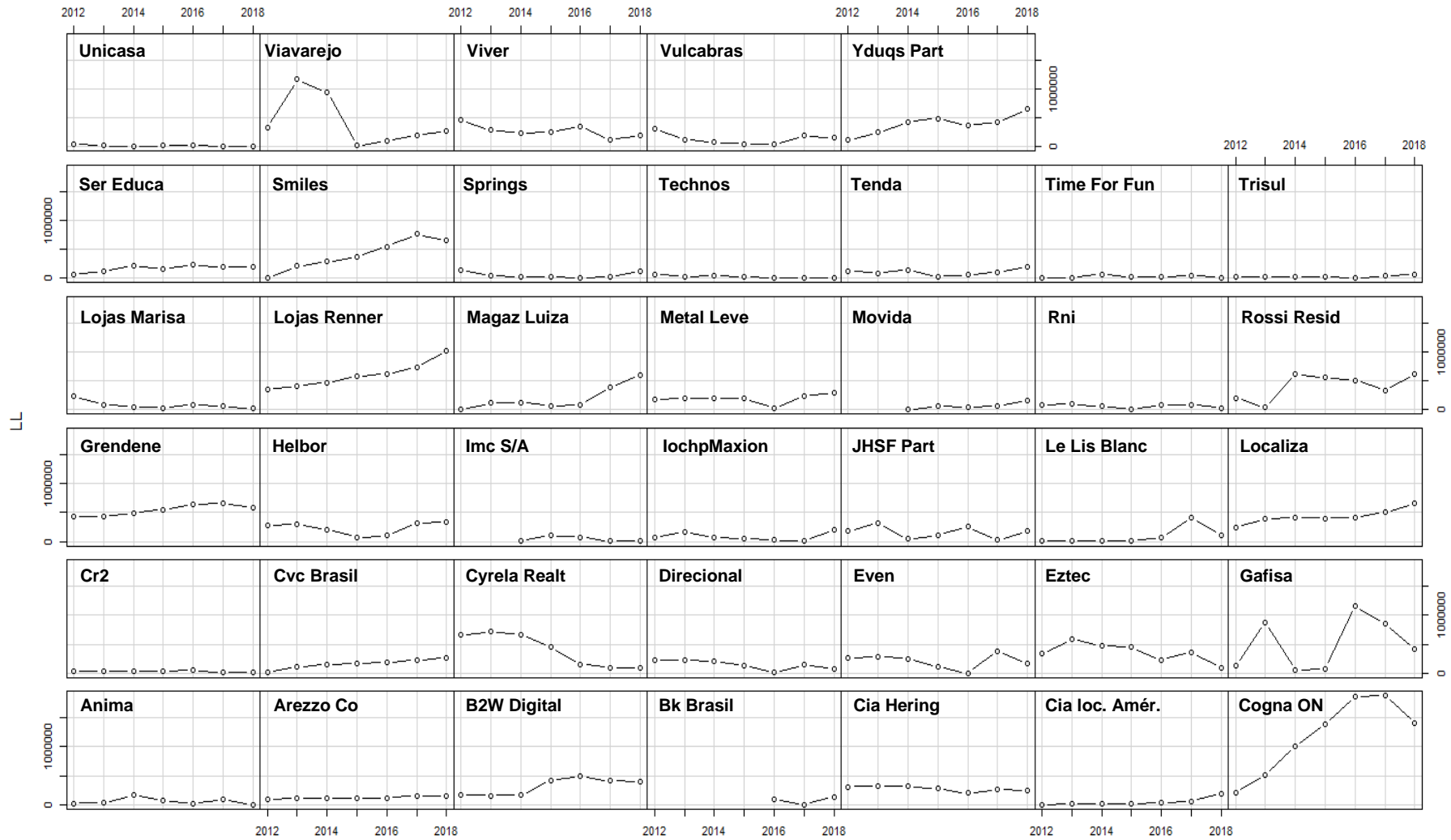
Gráfico 13 – Evolução da ML por empresa no período de 2012 a 2018



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

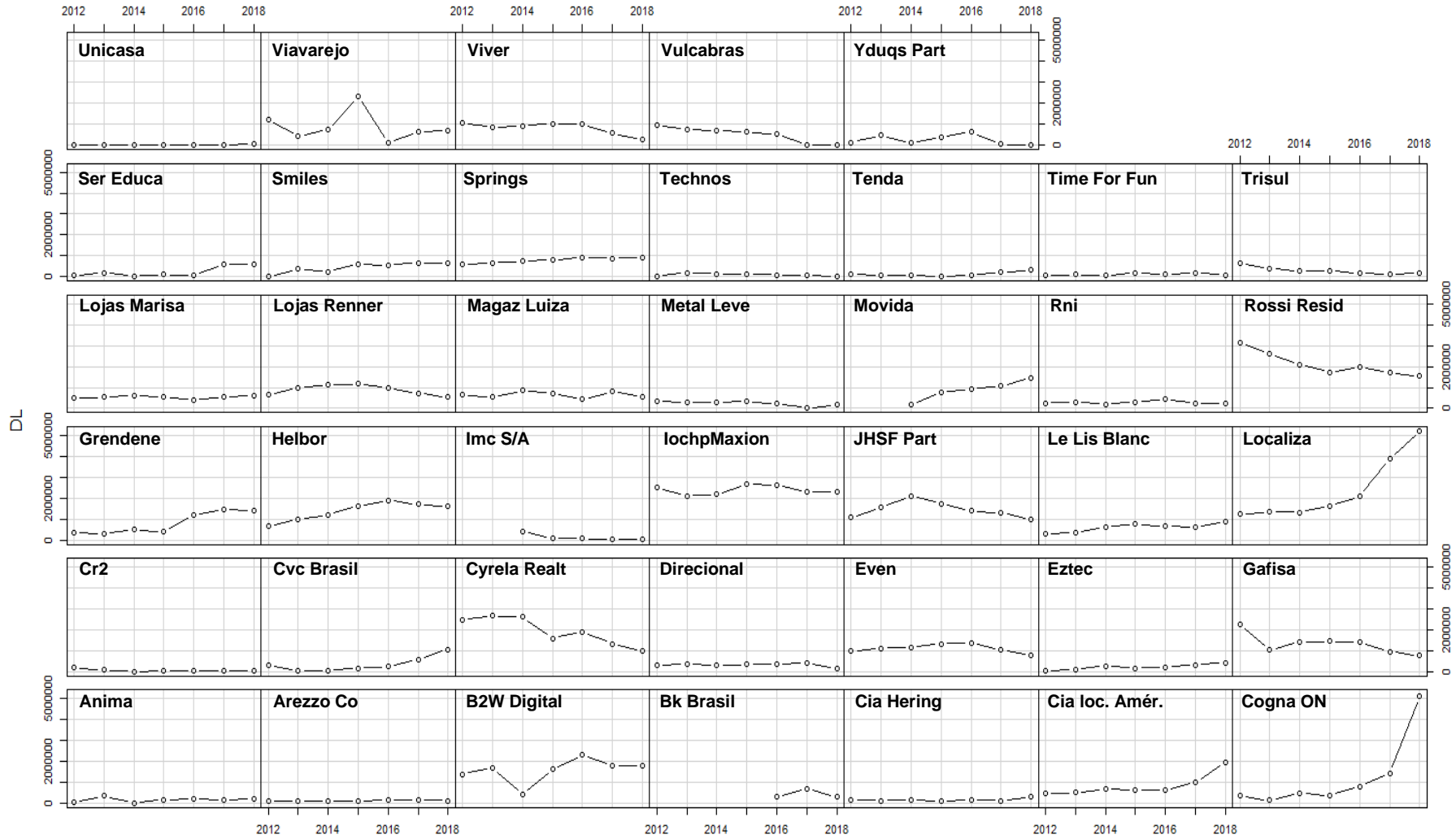


Gráfico 14 – Evolução do LL por empresa no período de 2012 a 2018



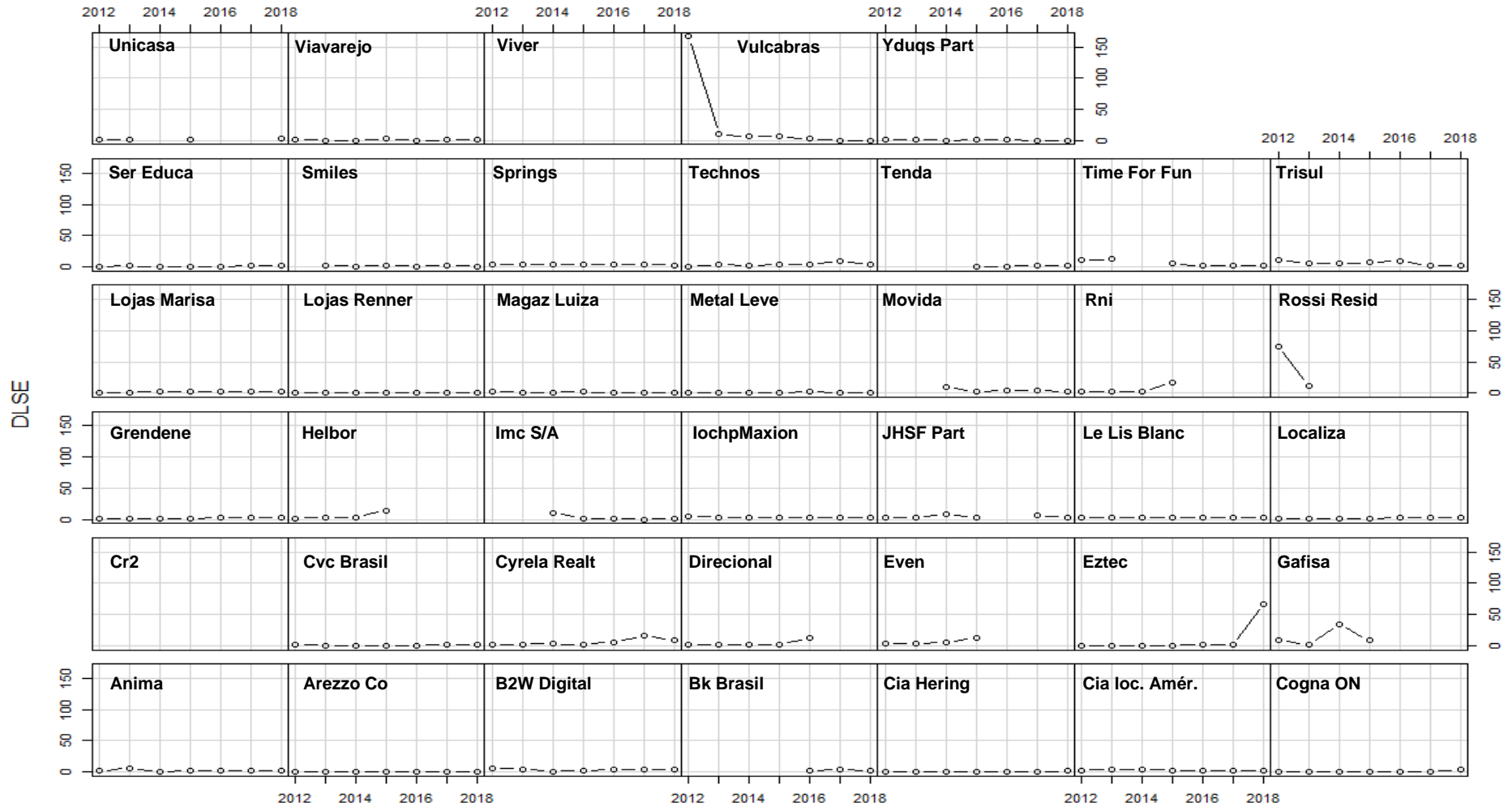
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 15 – Evolução da DL por empresa no período de 2012 a 2018



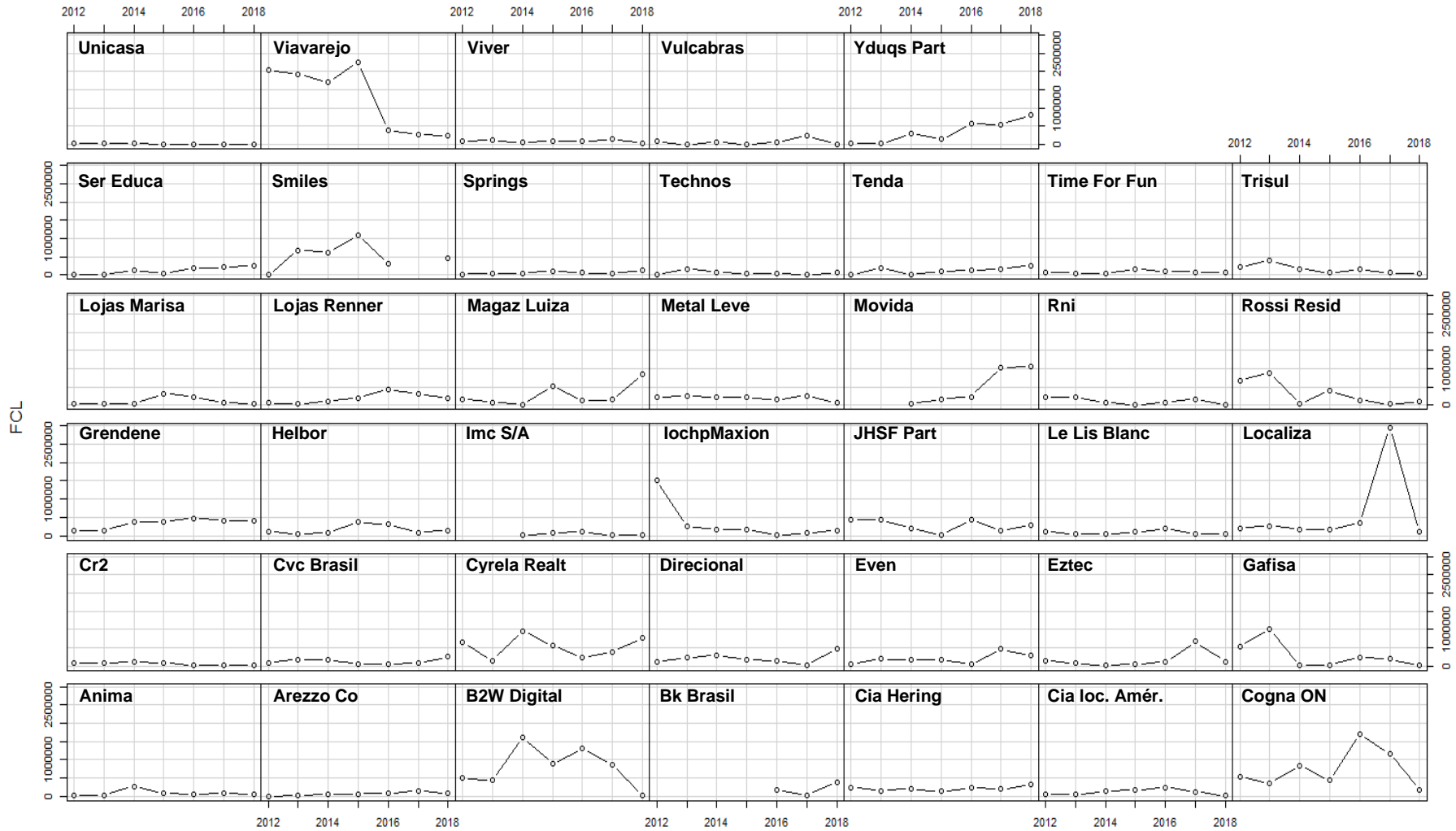
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 16 – Evolução d7a DLSE por empresa no período de 2012 a 2018



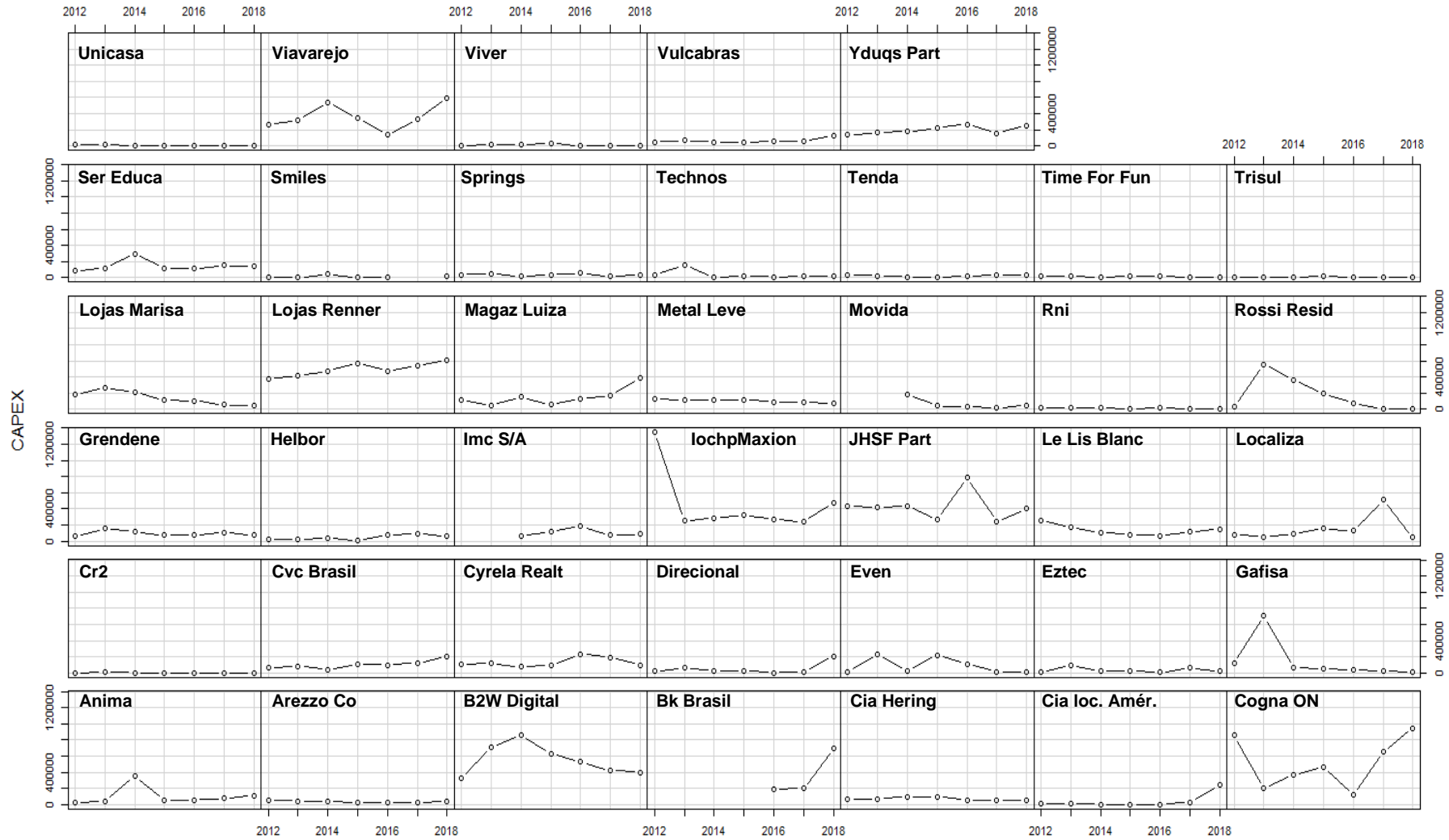
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 17 – Evolução do FCL por empresa no período de 2012 a 2018



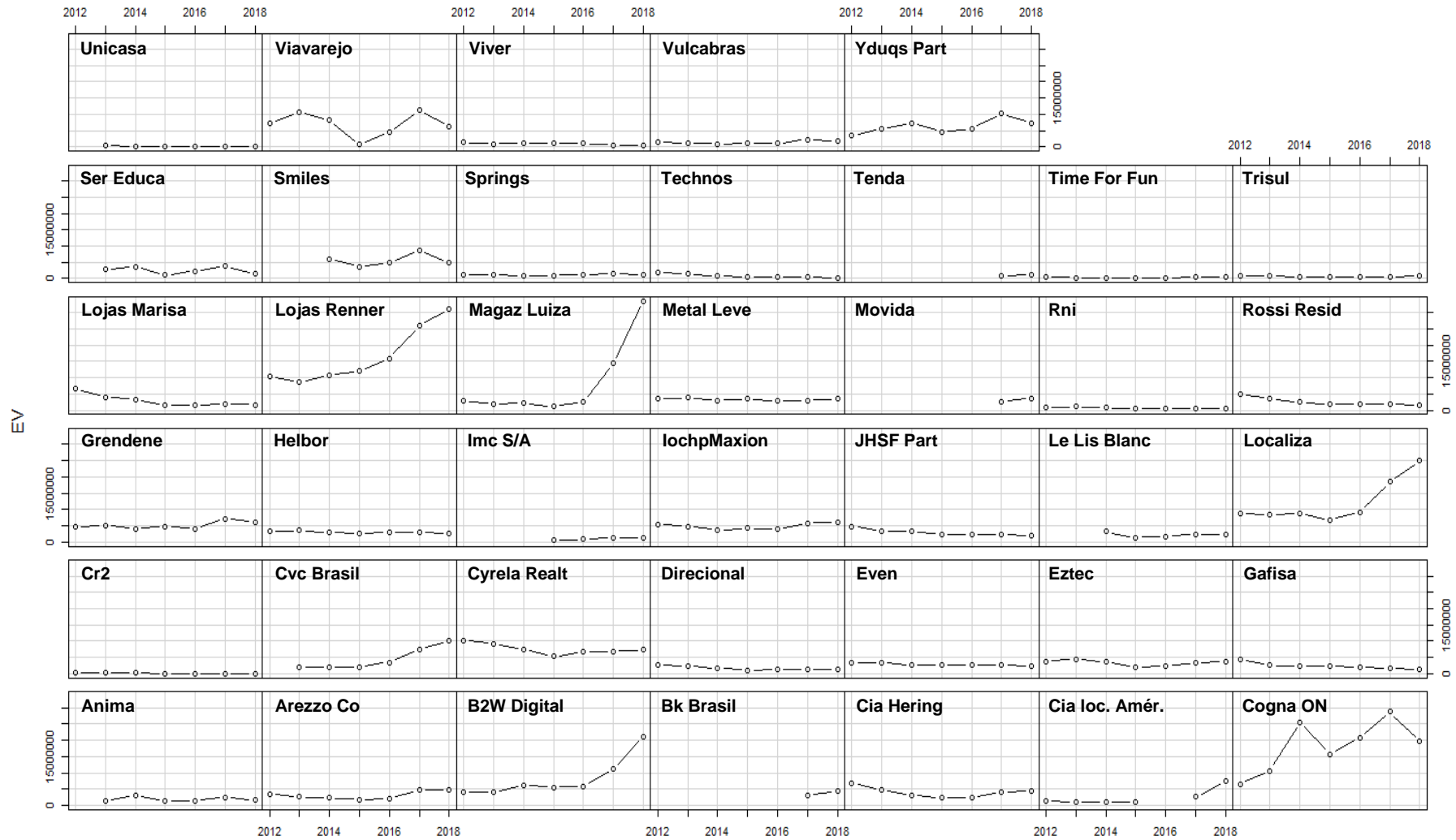
Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 18 – Evolução do CAPEX por empresa no período de 2012 a 2018



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Gráfico 19 – Evolução do EV por empresa no período de 2012 a 2018



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Avaliação dos gráficos 08 a 19 indicou que, para a maioria das empresas, todas as variáveis sofreram poucas alterações entre os anos de 2012 a 2018. Essa conclusão ofereceu indícios iniciais de que o modelo de regressão em painel com efeitos fixos poderia ser uma boa alternativa para modelar a relação entre a RM e as variáveis independentes consideradas.

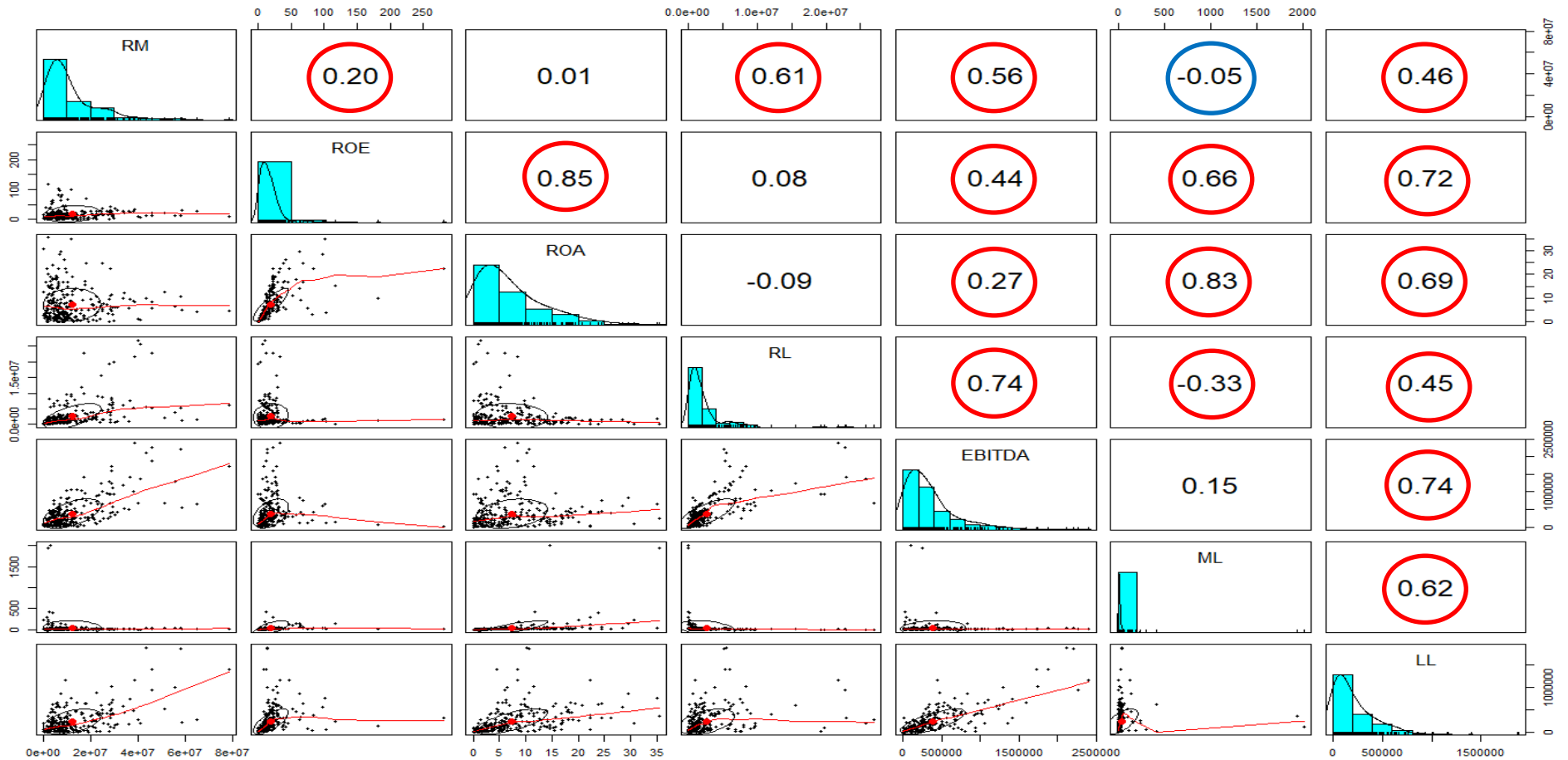
Os histogramas das distribuições das variáveis de estudo foram apresentados no GRAF. 20. Nele foi possível verificar que todas as variáveis possuem assimetria positiva, o que significa dizer que, em todos os casos, as maiores frequências estão associadas aos menores valores de cada variável.

Finalizada a análise univariada, passa-se a bivariada. O GRAF. 20 trouxe também a avaliação da relação entre RM e os indicadores financeiros a partir de duas estratégias: diagrama de dispersão e coeficiente de correlação de Spearman.

Avaliação dos diagramas de dispersão permitiu concluir que a RM não se relaciona com ROE, ROA, ML, DL, DLSE e FCL, uma vez que os pontos nos gráficos não apresentam padrão aparente e a linha de tendência se aproxima da horizontal. Em outras palavras, foi possível perceber que, para diferentes valores das variáveis independentes citadas, RM sofre pouca alteração. Por outro lado, a variável dependente encontra-se associada a RL ( $r = 0,61$ ;  $p < 0,01$ ), EBITDA ( $r = 0,56$ ;  $p < 0,01$ ), LL ( $r = 0,46$ ;  $p < 0,01$ ), CAPEX ( $r = 0,51$ ;  $p < 0,01$ ) e EV ( $r = 0,62$ ;  $p < 0,01$ ). Para a regressão do tipo *pooled*, portanto, somente estes 5 indicadores foram inseridos na análise.

Deve-se destacar, entretanto, que a avaliação supramencionada não considera diferenças na relação entre RM e as variáveis independentes em função de características individuais das empresas, nem tampouco diferenças ocorridas ao longo dos anos. Por esse motivo, todas as variáveis independentes foram inseridas nas regressões com dados em painel com efeitos fixos e aleatórios, cujos resultados foram apresentados na próxima seção.

Gráfico 20 – Relação entre remuneração total e as demais variáveis de estudo – Coeficiente de correlação de Spearman, histograma e diagrama de dispersão (continua)



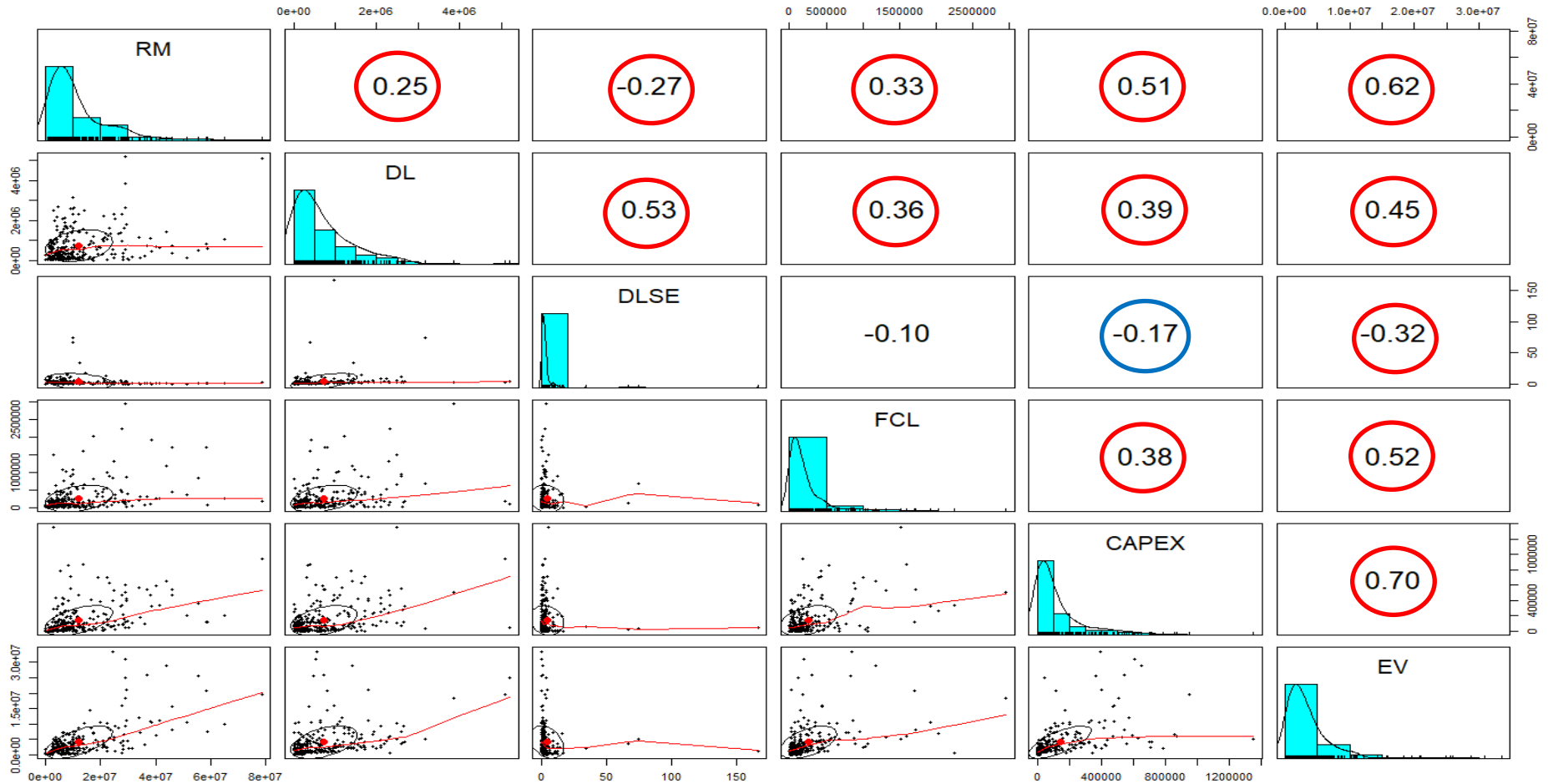
Nota: Nos diagramas de dispersão, a linha em vermelho indica a tendência da relação entre as variáveis.

Nota 2: Em relação aos coeficientes de correlação, os círculos em vermelho e azul indicam, respectivamente, correlações significativas ao nível de 1% e 5%.

Fonte: Dados da pesquisa, 2020.



Gráfico 20 – Relação entre remuneração total e as demais variáveis de estudo – Coeficiente de correlação de Spearman, histograma e diagrama de dispersão (continuação)



Nota: Nos diagramas de dispersão, a linha em vermelho indica a tendência da relação entre as variáveis.

Nota 2: Em relação aos coeficientes de correlação, os círculos em vermelho e azul indicam, respectivamente, correlações significativas ao nível de 1% e 5%.

Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

#### 4.1 Análise de regressão com dados em painel

Esta seção teve por objetivo avaliar a relação entre RM e as variáveis independentes a partir de análises de regressão com dados em painel que considerou de três modelos: *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Em todos os casos, várias análises de regressão foram realizadas e, em cada passo, foi eliminado o indicador que demonstrou não possuir significância estatística. Os resultados de cada modelo foram apresentados na TAB. 2.

Tabela 2 – Sumário dos modelos – Regressão com dados em painel *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios

Regressão <i>pooled</i>				
Coeficiente	Estimativa	Erro padrão	Valor t	Valor p
Intercepto	4.077.629,7	765.512,3	5,327	< 0,001
EBITDA (em mil)	13.824,7	2.102,7	6,575	< 0,001
EV (em milhões)	673.764,7	170.742,1	3,946	< 0,001
R <sup>2</sup> = 51,17%		Shapiro Wilk: p < 0,001		
R <sup>2</sup> ajustado = 50,77%		Breusch Pagan: p < 0,001		
F <sub>obs</sub> = 129,9; p < 0,001		Breusch-Godfrey: p < 0,001		
Regressão efeitos fixos				
Coeficiente	Estimativa	Erro padrão	Valor t	Valor p
ROA	-216.756,21	102.405,05	-2,1167	0,0354
RL (em mil)	1.540,00	415,51	3,7062	< 0,001
LL (em mil)	12.242,26	2.534,65	4,8300	< 0,001
DL (em mil)	2.665,26	777,07	3,4299	< 0,001
FCL (em mil)	-2.994,89	1.146,28	-2,6127	0,010
R <sup>2</sup> = 32,36%		Shapiro Wilk: p < 0,001		
R <sup>2</sup> ajustado = 18,90%		Breusch Pagan: p = 0,048		
F <sub>obs</sub> = 21,150; p < 0,001		Breusch-Godfrey: p < 0,001		
Regressão efeitos aleatórios				
Coeficiente	Estimativa	Erro padrão	Valor t	Valor p
(Intercept)	7.401.086,51	1.497.489,98	4,94	< 0,001
ROA	-297.894,63	100.766,06	-2,95	0,003
RL (em mil)	840,43	266,97	3,14	0,002
LL (em mil)	13.808,74	2.624,46	5,26	< 0,001
DL (em mil)	1.896,12	742,56	2,55	0,010
FCL (em mil)	-3.386,42	1.185,42	-2,85	0,004
EV (em mil)	31.9611,75	132.727,80	2,40	0,016
R <sup>2</sup> = 37,23%		Shapiro Wilk: p < 0,001		
R <sup>2</sup> ajustado = 35,68%		Breusch Pagan: p = 0,05		
F <sub>obs</sub> = 144,03; p < 0,001		Breusch-Godfrey: p < 0,001		
Teste F para efeitos individuais: F <sub>obs</sub> = 17,866; p < 0,001				
Teste multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan: $\chi^2_{obs} = 182,98$ ; p < 0,001				
Teste de Hausman: $\chi^2_{obs} = 46,861$ ; p < 0,001				

Nota 1: Os seguintes indicadores foram eliminados da análise, uma vez que não apresentaram significância estatística: (1) Pooled: RL (p = 0,286), LL (0,373) e CAPEX (0,179); (2) efeitos fixos: DLSE (p = 0,826), CAPEX (p = 0,811), ML (p = 0,769), EV (p = 0,216), ROE (p = 0,209) e EBITDA (p = 0,117); (3) efeitos aleatórios: CAPEX (p = 0,981), DLSE (p = 0,765), ML (p = 0,941), ROE (p = 0,313) e EBITDA (p = 0,103).

Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

O próximo passo da análise consistiu em identificar, dentre os três tipos de regressão realizadas, aquela que melhor se ajustou aos dados. O teste F para efeitos individuais indicou que o modelo de efeitos fixos é melhor em relação ao *pooled* ( $p < 0,001$ ). O teste multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan revelou que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado em relação ao *pooled* ( $p < 0,001$ ). Por fim, o teste de Hausman apontou que, entre efeitos fixos e aleatórios, o primeiro é mais apropriado ( $p < 0,001$ ).

Os resultados dos citados testes demonstraram que a regressão de efeitos fixos é a forma mais adequada para avaliar a relação entre RM e as variáveis independentes. Esse resultado indicou que os interceptos de cada empresa são diferentes entre si, mas não variam com o tempo, ou seja, para uma mesma organização, o valor do intercepto é o mesmo no período de 2012 a 2018. Esse resultado era esperado, uma vez que, conforme foi apontado na análise dos GRAF.'s 08 a 19, no geral, os valores das variáveis de estudo sofreram poucas alterações ao longo de 2012 a 2018.

Embora o modelo de efeitos fixos foi o apontado como o condizente, os dados constantes na TAB. 2 indicaram que ele não atendeu os pressupostos de normalidade (valor  $p < 0,001$  no teste Shapiro Wilk), de homocedasticidade (valor  $p = 0,048$  no teste Breusch Pagan) e da falta de autocorrelação (valor  $p < 0,001$  no teste Breusch-Godfrey) dos resíduos.

Na falta da normalidade e de homocedasticidade e na presença de autocorrelação dos resíduos, a utilização do estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) resulta em estimativas não eficientes (GUJARATI; PORTER, 2011). Por esse motivo, as estimativas feitas pelo modelo de efeitos fixos não puderam ser interpretadas.

Na tentativa de contornar os problemas ligados ao não atendimento dos pressupostos da regressão linear, os seguintes procedimentos sugeridos por Gujarati e Porter (2011) foram realizados, mas sem sucesso: retirada de *outliers* uni e multivariados; avaliação da relação entre resíduos e as variáveis preditoras

não utilizadas no modelo, mas disponíveis no banco de dados; transformações na variável dependente e independentes.

Gujarati e Porter (2011, p. 372) afirmam que “muitas vezes algumas variáveis importantes são omitidas do modelo e isso nos dá a impressão de tratar-se de heterocedasticidade” (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 372). No caso deste estudo em particular, sugere-se que o não atendimento aos pressupostos da regressão linear, apesar das diferentes abordagens utilizadas para contornar esses problemas, possa estar ancorado na supressão de variáveis importantes para determinação RM, ou no fato de que as variáveis, em conjunto, não se relacionam de forma linear.

Como alternativa para análise da relação entre RM e as variáveis independentes, propõe-se utilização da regressão não linear gama, a partir das mesmas especificações propostas pela regressão linear via efeitos fixos (inserção das variáveis independentes e da variável *empresa*). Essa proposta assenta-se no fato de que a distribuição de RM é assimétrica positiva e possui valores estritamente positivos, condições necessárias para utilização da regressão gama (PAULA, 2013). Seus resultados são apresentados na seção seguinte.

#### **4.2 Análise de regressão não linear gama**

Esta seção teve por objetivo avaliar a relação entre RM e as variáveis independentes, a partir da análise de regressão não linear gama. Neste caso, todos os indicadores de rentabilidade, de endividamento e de valor de mercado foram inseridos na análise (exceto VM pelos motivos já explicitados na seção 4.1), além da variável *empresa*. A inclusão desta última se alicerça-se nos resultados dos testes apresentados na TAB. 2 que indicaram que cada organização tem seu próprio intercepto que não se altera entre os anos de 2012 a 2018.

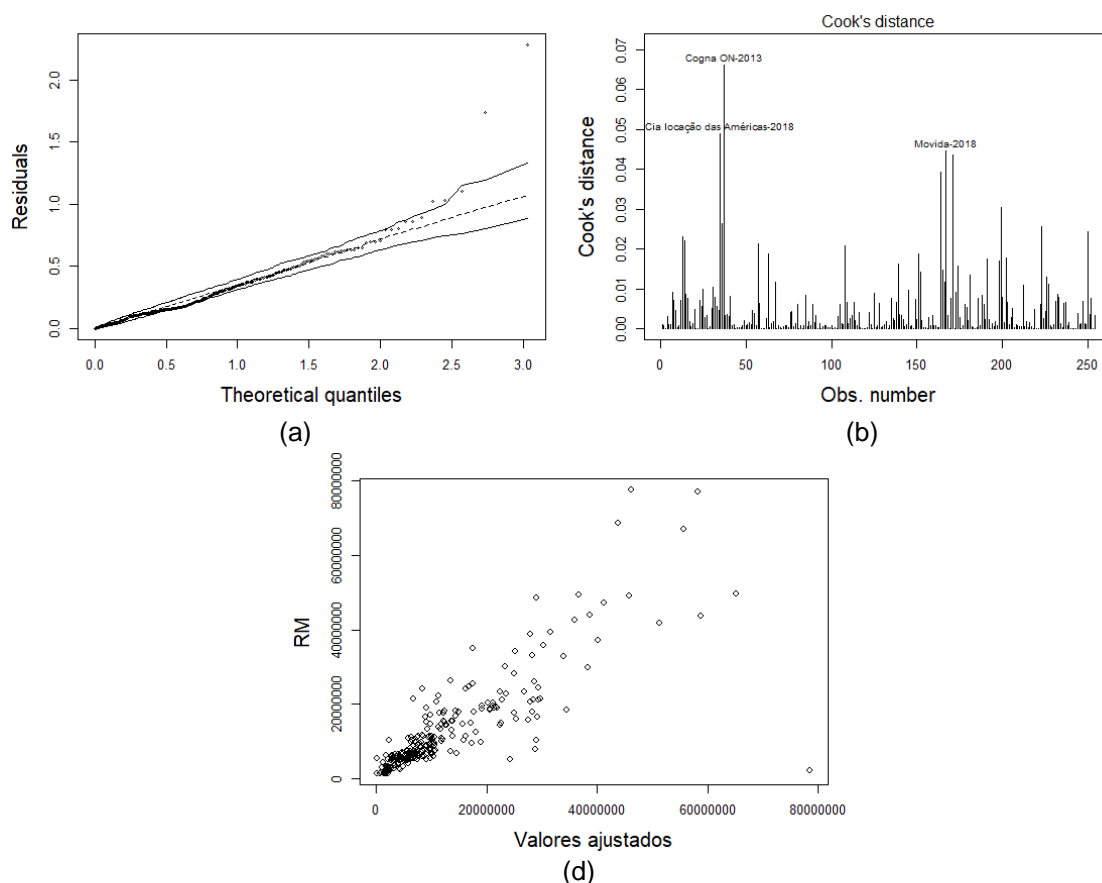
Assim como na seção anterior, nesta foram realizadas várias análises de regressão e, em cada passo, foi eliminado o indicador que demonstrou não possuir significância estatística.

Antes que as estimações feitas pela regressão gama possam ser interpretadas, deve-se verificar a qualidade do ajuste realizado. Observou-se que a modelagem da relação entre RM e os indicadores financeiros foi adequadamente realizada, pois:

- O valor de  $D_c$  (38,44) é consideravelmente menor do que o de  $D_0$  (6.398.152.953,36), o que indica que a inclusão das variáveis independentes consideradas no modelo melhorou seu ajuste;
- Teste de hipótese dos resíduos *deviance* com valor  $p = 0,999$  indicou não haver indícios para rejeição de  $H_0$  que indica ser o modelo adequado;
- Inexistência de autocorrelação dos resíduos, uma vez que o teste Teste de Breusch-Godfrey resultou em valor  $p = 0,643$ ;
- Os resíduos *deviance* encontraram-se dentro do envelope de probabilidade simulado conforme foi possível verificar no GRAF. 23a;
- Nenhuma observação apresentou valores elevados de distância de Cook (superiores a 1), conforme foi possível verificar junto ao GRAF. 23b. Os casos de número 42 (Cia locação das Américas 2013), 44 (Cogna on 2013) e 182 (Movida 2018) foram destacadas como possivelmente influentes. Entretanto, a eliminação de tais observações não resultou em modificações inferenciais e as variações ocorridas nas estimativas dos coeficientes foram marginais. Por esses motivos, optou-se por não retirar da amostra as referidas observações;
- As estimativas realizadas pelo modelo (valores ajustados) possuem forte relação com os reais valores de RM, conforme apresentado no GRAF. 21. Essa conclusão é reforçada pelo elevado coeficiente de correlação entre as variáveis ( $r = 0,88$ ;  $p < 0,001$ ). No mesmo gráfico foi possível verificar, também, que as estimativas mais próximas dos reais valores de RM foram aquelas de menor magnitude, uma vez que os pontos no GRAF. 21

encontram-se mais dispersos a partir de RM igual a R\$ 15 milhões aproximadamente (3º quartil).

Gráfico 21 – Qualidade do ajuste realizado pela análise de regressão gama – Envelope simulado, distância de cook e diagrama de dispersão



Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Uma vez que as estimativas da regressão mostraram-se válidas, pode-se prosseguir com a interpretação dos resultados constantes na TAB. 3.

Tabela 3 – Sumário do modelo – Regressão não linear gama

Coeficiente	Estimativa	Erro padrão	Valor t	Valor p
ROE	-0,0076	0,0026	-2,835	0,005
RL (em mil)	0,0001	0,00003	3,194	0,001
EBITDA (em mil)	0,0005	0,00014	3,582	< 0,001
Empresa				
Anima	15,614	0,162	96,584	< 0,001
Arezzo Co	15,670	0,159	98,643	< 0,001
B2W Digital	16,071	0,253	63,544	< 0,001
Bk Brasil	16,471	0,277	59,394	< 0,001
Cia Hering	16,578	0,167	99,181	< 0,001
Cia loc. das Américas	14,867	0,161	92,311	< 0,001
Cogna ON	16,615	0,220	75,689	< 0,001
Cr2	14,598	0,147	99,183	< 0,001
Cvc Brasil	17,424	0,181	96,473	< 0,001
Cyrela Realt	15,624	0,186	83,857	< 0,001
Direcional	15,317	0,153	100,435	< 0,001
Even	16,518	0,158	104,809	< 0,001
Eztec	16,081	0,153	104,790	< 0,001
Gafisa	16,249	0,173	93,985	< 0,001
Grendene	15,149	0,166	91,355	< 0,001
Helbor	15,786	0,154	102,434	< 0,001
Imc S/A	16,279	0,198	82,228	< 0,001
lochpMaxion	14,727	0,237	62,236	< 0,001
JHSF Part	15,462	0,150	103,122	< 0,001
Le Lis Blanc	15,950	0,160	99,396	< 0,001
Localiza	16,256	0,206	79,045	< 0,001
Lojas Marisa	15,772	0,167	94,165	< 0,001
Lojas Renner	16,183	0,229	70,660	< 0,001
Magaz Luiza	14,973	0,328	45,586	< 0,001
Metal Leve	15,148	0,162	93,478	< 0,001
Movida	15,100	0,200	75,310	< 0,001
Rni	15,655	0,148	105,979	< 0,001
Rossi Resid	15,666	0,182	86,201	< 0,001
Ser Educa	14,997	0,163	91,965	< 0,001
Smiles	16,371	0,295	55,416	< 0,001
Springs	14,500	0,155	93,460	< 0,001
Technos	15,563	0,146	106,294	< 0,001
Tenda	16,420	0,150	109,593	< 0,001
Time For Fun	15,797	0,149	106,233	< 0,001
Trisul	14,086	0,147	95,943	< 0,001
Unicasa	14,218	0,158	89,821	< 0,001
Viavarejo	14,394	0,658	21,890	< 0,001
Viver	15,435	0,303	51,013	< 0,001
Vulcabrás	16,142	0,245	65,805	< 0,001
Yduqs Part	16,371	0,170	96,430	< 0,001

$D_c = 38,44$

$D_0 = 6.398.152.953,36$

Teste de Breusch-Godfrey:  $p = 0,643$

Coeficiente de correlação de Spearman entre RM e valores ajustados = 0,88;  $p < 0,001$ .

Nota: Os seguintes indicadores foram eliminados da análise, pois não apresentaram significância estatística: DLSE ( $p = 0,935$ ), EV ( $p = 0,949$ ), ML ( $p = 0,795$ ), LL ( $p = 0,786$ ), ROA ( $0,531$ ), FCL ( $p = 0,357$ ), DL ( $p = 0,104$ ) e CAPEX ( $p = 0,093$ ).

Fonte: Dados da pesquisa, 2020.

Mantendo-se as demais variáveis constantes:

- O aumento de uma unidade no ROE implica na diminuição da RM em 0,76% em média<sup>10</sup>;
- O aumento de mil reais na RL implica na elevação da RM em 0,01% em média<sup>11</sup>;
- O aumento de mil reais no EBITDA implica na elevação da RM em 0,05% em média<sup>12</sup>;
- Todos os coeficientes relacionados às empresas foram significativos ( $p < 0,001$ ), portanto, cada empresa tem seu próprio intercepto. As maiores estimativas foram observadas nas organizações CVC Brasil (17,42) e Cogna On (16,62). Esse resultado indica que, quando os valores de ROE, de RL e de EBITDA dessas organizações são iguais a 0, a RM destas empresas são mais elevadas em relação às demais.

### 4.3 Síntese dos resultados estatísticos

Esta seção teve por objetivo apresentar a síntese dos resultados da análise estatística dos dados. Os principais resultados encontrados foram:

- Os dados ausentes encontrados no banco de dados foram gerados por processos não aleatórios;
- Todas as variáveis apresentaram *outliers*;
- A maioria das variáveis possuem baixa variabilidade (se extraídos os *outliers*);

---

<sup>10</sup> O cálculo desse valor foi feito a partir da seguinte fórmula =  $[\exp(-0,0076) - 1] * 100 = -0,76\%$ .

<sup>11</sup> O cálculo desse valor foi feito a partir da seguinte fórmula =  $[\exp(0,0001) - 1] * 100 = 0,01\%$ .

<sup>12</sup> O cálculo desse valor foi feito e partir da seguinte fórmula =  $[\exp(0,0005) - 1] * 100 = 0,05\%$



- A relação entre RM e os indicadores financeiros não se dá de forma linear ou variáveis necessárias a predição de RM via regressão linear não foram inseridas no modelo linear;
- O modelo de regressão não linear gama mostrou-se adequado para avaliar a relação entre RM e as variáveis independentes consideradas;
- Os valores de RM de menor magnitude (que representam aproximadamente 75,0% do banco de dados), foram previstos com melhor acurácia em relação àqueles superiores ao terceiro quartil (R\$ 15 milhões aproximadamente);
- Mantendo-se RL e EBITDA constantes, o aumento de uma unidade no ROE implica na diminuição da RM em 0,76% em média;
- Mantendo-se EBITDA e ROE constantes, o aumento de mil reais na RL implica na elevação da RM em 0,01% em média;
- Mantendo-se ROE e RL constantes, o aumento de mil reais no EBITDA implica na elevação da RM em 0,05% em média;
- Cogna on e CVC Brasil são as empresas que apresentam os maiores interceptos e, portanto, os maiores valores de RM quando RL, EBITDA e ROE são iguais a zero.

#### **4.4 Limitações das análises estatísticas realizadas**

A primeira limitação apresentada na elaboração das análises estatísticas realizadas neste relatório se relaciona à existência de observações omissas que não puderam ser eliminadas, apesar de ações corretivas realizadas. Sabe-se que valores ausentes diminuem a eficiência dos estimadores e aumentam os erros padrões das estimativas (GUJARATI; PORTER, 2011). Entretanto, entendeu-se que a utilização de métodos de imputação, sem que fossem neles incluídos os mecanismos desconhecidos de não-resposta, geraria estimativas

enviesadas (NUNES, 2007). Dessa forma, optou-se por manter nesta análise os poucos dados ausentes remanescentes (correspondentes a 5,3% do total) e, a partir da metodologia *pairwise*, realizar as estimativas dos coeficientes das variáveis independentes.

Outra limitação se refere à baixa variabilidade de alguns indicadores financeiros (tais como ML e DLSE). Variáveis com baixa variabilidade, em geral, pouco contribuem para modelagem de análises de regressão. Nas palavras de Gujarati e Porter (2011, p. 90): “a variação tanto de Y quanto de X é essencial para o uso da análise de regressão como uma ferramenta de pesquisa. Resumindo, as variáveis precisam variar”.

Por fim, o não atendimento aos pressupostos do modelo de regressão com efeitos fixos indicou que as variáveis, em conjunto, não se relacionam de forma linear ou que indicadores importantes na determinação de RM não foram considerados na análise. Entretanto, a análise de regressão não linear gama contornou essas questões e permitiu realizar inferências a respeito da relação entre RM e as variáveis independentes.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com a teoria da agência, remuneração dos executivos é o mecanismo essencial para incentivar os agentes a aumentar o valor de mercado das companhias em geral e para diminuir os custos de agência, proporcionando, assim, o alinhamento dos interesses entre os acionistas (principal) e os executivos (agentes) (JENSEN; MENCKLING, 1976).

Esta pesquisa contemplou 40 companhias vinculadas ao setor Cíclico Brasileiro, listadas na [B]3, do segmento Novo Mercado. Seu objetivo principal foi: “Analisar a relação entre remuneração dos executivos brasileiros e desempenho econômico-financeiro das empresas do setor Cíclico listadas na [B]3 no período de 2010 a 2018”. Para tanto, utilizaram-se os seguintes tipos indicadores econômicos financeiros: rentabilidade, endividamento e valor de mercado.

Como resposta à pergunta norteadora da pesquisa, a remuneração dos executivos se configura a partir da variação dos indicadores de rentabilidade, endividamento e valor de mercado. Podemos observar que a variável dependente, ou seja, a remuneração global dos executivos é impactada de acordo com a variabilidade dos indicadores econômico-financeiros contemplados pela análise de regressão modelo gama.

O modelo estático de dados em painel de efeitos fixos aponta que os indicadores econômico-financeiros como: ROA, RL, LL, DL, DCL apresentam associações positivas em relação a remuneração global dos executivos.

Embora o modelo de efeitos fixos tenha sido apontado como o mais adequado, dados constantes na TAB. 2 indicam que ele não atendeu aos pressupostos de normalidade (valor  $p < 0,001$  no teste Shapiro Wilk), de homocedasticidade (valor  $p = 0,048$  no teste Breusch Pagan) e da inexistência de autocorrelação (valor  $p < 0,001$  no teste Breusch-Godfrey) dos resíduos.

Na falta da normalidade e de homocedasticidade e na presença de autocorrelação dos resíduos, a utilização do estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO)

resulta em estimativas não eficientes (GUJARATI; PORTER, 2011). Por esse motivo, as estimativas feitas pelo modelo de efeitos fixos não puderam ser interpretadas.

Por fim, como tentativa de resolver os problemas ligados ao não atendimento dos pressupostos da regressão linear, foram realizados sem sucesso os procedimentos sugeridos por Gujarati e Porter (2011). São eles: retirada de *outliers* uni e multivariados; avaliação da relação entre resíduos e as variáveis preditoras não utilizadas no modelo, mas disponíveis no banco de dados; transformações na variável dependente e independentes.

Como solução para análise da relação entre RM e as variáveis independentes, utilizou-se o modelo de regressão não linear gama, a partir das mesmas especificações propostas pela regressão linear, via efeitos fixos (inserção das variáveis independentes e da variável empresa). Este modelo permite constatar que a distribuição de RM é assimétrica positiva e possui valores estritamente positivos, condições necessárias para utilização da regressão gama (PAULA, 2013).

Como resultado do modelo acima, encontramos que a relação entre RM e os indicadores financeiros não se dá de forma linear, ou variáveis necessárias à predição de RM via regressão linear não foram inseridas no modelo linear.

O modelo de regressão não linear gama mostrou-se adequado para avaliar a relação entre RM e as variáveis independentes consideradas.

Os valores de RM de menor magnitude (que representam aproximadamente 75,0% do banco de dados), foram previstos com melhor acurácia em relação àqueles superiores ao terceiro quartil (R\$ 15 milhões aproximadamente).

Mantendo-se RL e EBITDA constantes, o aumento de uma unidade no ROE implica na diminuição da RM em 0,76% em média;

Mantendo-se EBITDA e ROE constantes, o aumento de mil reais na RL implica na elevação da RM em 0,01% em média;

Mantendo-se ROE e RL constantes, o aumento de mil reais no EBITDA implica na elevação da RM em 0,05% em média;

A análise feita dos indicadores financeiros, baseadas no modelo de regressão não linear gama, apresenta uma associação positiva entre remuneração e desempenho econômico-financeiro. Nesse sentido, os indicadores podem ajudar os executivos a direcionar seus esforços, no sentido de desenvolver políticas de monitoramento do desempenho econômico-financeiro, visando aumentar o valor de mercado das companhias.

Em relação ao objetivo geral da pesquisa, os resultados demonstram a existência de associação positiva entre a RM e os indicadores financeiros econômicos, apresentados pelo modelo de regressão não linear Gama. São eles: RL, ROE e EBITDA.

Quanto aos objetivos específicos, a forma de remuneração dos executivos brasileiros, analisada no formulário da CVM 480, item 13.2, constitui-se de remuneração fixa, acrescida de um pacote de remunerações variáveis. Estas remunerações variáveis compreendem pagamentos baseados em ações (*stock options*), bônus de *performance*, de acordo com o desempenho econômico-financeiro das companhias e planos de aposentadoria (Previdência privada). A soma total de remuneração fixa e remuneração variável é o que determina a variável dependente deste estudo, ou seja, a remuneração global dos executivos.

Em relação aos objetivos específicos, os resultados apresentados por essa pesquisa encontram-se em alinhados aos estudos apresentados no Quadro 4, no qual os autores sugerem a existência de relação positiva entre a remuneração dos executivos das empresas pesquisadas e os indicadores econômico-financeiros das companhias.

Este estudo se revelou importante, pois, no atual cenário econômico brasileiro, as empresas de capital aberto necessitam de fontes de recursos financeiros mais acessíveis para promover futuras aquisições, fusões e expansão de seus negócios. Todavia, as fontes de recursos financeiros são naturalmente escassas. Assim, elas precisam captar recursos externos para financiar seus planos estratégicos

operacionais. Como facilitador de captação dos recursos financeiros, é necessário que elas apresentem a remuneração dos seus executivos detalhadamente de forma transparente, a fim de aumentar os níveis de confiança para seus investidores em geral.

Como limitação da pesquisa, aponta-se que foram pesquisadas apenas as companhias ligadas ao setor Cíclico brasileiro e listadas no Novo Mercado (NM). Nesse sentido, ressalta-se que o mercado de capitais brasileiro se encontra em crescimento, em razão da imersão da figura do investidor pessoa física (BRASIL BOLSA BALCÃO), o qual também necessita de informações suplementares para a tomada de decisões em seus investimentos, sejam eles de curto, médio ou longo prazo.

Esta pesquisa pode contribuir para desenvolvimento de futuros estudos sobre remuneração de executivos, bem como para auxiliar os gestores de relação com os investidores das companhias pela elaboração de métricas eficientes capazes de monitorar os executivos, relacionando seus desempenhos às suas remunerações. Adicionalmente, pode ser ajuda para acadêmicos, analistas e profissionais de mercado financeiro na percepção da importância do equilíbrio na relação entre acionistas e executivos, com o objetivo principal de criar valor para as companhias. Cita-se por fim, a possibilidade de fortalecer a relação de confiança e transparência entre as companhias e seus investidores.

Este trabalho não tem a pretensão de exaurir o tema apresentado. Sua principal contribuição acadêmica consiste na ampliação do conhecimento sobre a remuneração de executivos no Brasil. Uma vez que os estudos relacionados a este tema são escassos, pela falta da divulgação de dados da remuneração dos executivos, devido a não exigência do formulário de referência por parte da CVM para as companhias brasileiras listadas em segmentos inferiores da [B]3.

Esta pesquisa se justifica por investigar a remuneração dos executivos e sua *performance* no desempenho de suas funções. A inclusão do setor Cíclico permite a abertura a outras pesquisas, considerando os demais segmentos listados na [B]3, como: Bens Industriais, Comunicação, Consumo não Cíclico, Financeiro, Materiais

Básicos, Outros, Petróleo e Gás, Saúde, Tecnologia da Informação e Utilidade Pública.

Como sugestão para pesquisas futuras, formula-se a questão da influência da remuneração dos executivos, sendo fixa, variável ou em conjunto, para o desempenho econômico-financeiro de companhias brasileiras dos demais segmentos da economia listadas na [B]3.

## REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 154-181, 2011.

AGRAWAL, A; KNOEBER, C. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and stakeholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.31, n 3, p. 377-397, Set. 1996.

AHMADJIAN, C. **Corporate Governance in Japan**. In: AOKI, M.; JACKSON, G.; MIYAJIMA, H. (eds). *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford: Oxford Univ. Press, 2007, p. 125-150.

ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in theory of management of the firm. **Journal of industrial Economics**, v 14, n.1, p.30-44 1965.

ALCHIAN, A. The economic and social impact of free tuition. **New Individualist Review**, v. 5, n. 1, p. 42-52, 1968.

ALCHIAN, A; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n.5, p.777-795, 1972.

AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate governance and firm value: international evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2006.

ANTONELLI, R. A.; CLEMENTE, A.; SILVA, W. V.; LONGHI, F.L. Adesão e Migração aos Níveis diferenciados de Governança Corporativa. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 19, n. 1, p. 23-48, jan./abr. 2016.

ARIDA, P. Comentários de orelha de capa. In: ROSENBERG, H. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

ASSAF NETO, A. **Curso de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

AURELI, S.; SALVATORI, F. An investigation on possible links between risk management, performance measurement and reward schemes. **Accounting and Management Information Systems**, v. 11, n. 3, p. 306-334, 2012.

BADELE, C. S.; FUNDEANU, D. Policy's Beneficiaries of Corporate Governance and Diversification Strategy. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 124, p. 468-477, 2014.



BALKIN, D. B.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Toward a contingency theory of compensation strategy. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 2, p. 169-182, 1987.

BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. **Accounting and Business Research**, v. 36, n. sup1, p. 5-27, 2006.

BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of data panel**. England: John Wiley & Sons Ltd, 2005.

BASU, S.; HWANG, L. S.; MITSUDOME, T.; WEINTROP, J. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, n. 1, p. 56-79, 2007.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Governance on corporate in Europe: The effect on stocks returns, firm value and performance. **Journal of Asset Management**, v.5, n.2, p. 91-104, 2004.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing Co, 1932.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z. da.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração Faces Journal, Minas Gerais**, v. 13, n. 2, p.8-25, abr. 2014.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 363- 413, 2006.

BRASIL BOLSA BALCÃO. **B3. B3 S.A – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**. 2019. Disponível em: [http:// bvmf.bmfbovespa.com.br](http://bvmf.bmfbovespa.com.br). Acesso em: 19 abr. 2019.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam Governança Corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate Governance Myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 235-245, 2010.

BRITO, G. A. S. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n.43, p.9-19, jan./abr. 2007.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 65, p. 145-160, jul./ago. 2013.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: Encontro Nacional de Engenharia de Produção. **Anais...** Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR: ENEGEP, Brasil, v. 27, 2007.

CARVALHO, D. **Itaú explica em nota oficial a desistência pela compra do Banespa. JB on Line.** 2000. Disponível em: <http://www.jb.com.br/extra/e2011118.html>. Acesso em: 20 nov. 2019.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: Uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, p. 137–164, 2012.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

CHAVES, G. de L. D.; ALCÂNTARA, R. L. C.; ASSUMPÇÃO, M. R. P. Medidas de desempenho na logística reversa: o caso de uma empresa do setor de bebidas. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção**, v. 8, n. 2, p. 1-23, 2008.

CHOI, D. Y.; SAITO, R.; SILVA, V. A. B. Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, p. 249-269, 2015.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

COASE, R. H. The problem of social cost. **J. Law and Econ.** n.3 (October 1960): p.1, 1960.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CONYON, M.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v.17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n.3, p. 371-406, 1999.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 3, p. 1-10, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do

mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

DEMO, P. **Conhecimento moderno: sobre ética e intervenção do conhecimento**. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

DEMO, P. **Metodologia do conhecimento científico**. São Paulo: Atlas, 2000.

DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research...and Counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, n. 3, p. 191–212, 2001.

DIEHL, A. A., TATIM, D. C. Metodologia, método e técnicas de pesquisa In: DIEHL, A. A., TATIM, D. C. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004. Cap 4, p.47-88.

EHRBAR, AI. **Eva: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999

EVANS, J. P.; EVANS, R. T. **An Examination of Economic Value Added and Executive Compensation**. Perth: Curtin University of Technology, 2002.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FATEMI, A; DESAI, A. S.; KATZ, J. P. Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. **Global Finance Journal**, v. 14, n. 2, p. 159-179, 2003.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.

FERREIRA, R. J. **Contabilidade de custos e análise das demonstrações: teoria e questões comentadas conforme a lei das S/A e pronunciamentos do CPC**. 9. ed. Rio de Janeiro: Ferreira, 2014.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. **Strategic Management Journal**, v. 10, n.2, p.121-134, 1989.

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 7, p. 776-785, 2007.

FONSECA, J. J. S. **Apostila de metodologia da pesquisa científica**. Ceará: Universidade Estadual do Ceará, 2002.

FOX, J.; SCHIFF, L. The hidden meanings of stock buybacks. **Fortune**, v. 136, n. 5, p. 24-25, 1997.

- FUNCHAL, J. A. **Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**. 2005. 175f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos. São Leopoldo, 2005.
- FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. **Anais... XXX Encontro Nacional de Pesquisas em Administração - Anpad**. Salvador, BA, Brasil, v. 30, 2006.
- GALVÃO, M. A. R. **Corporate governance nos bancos portugueses**. 2014. Dissertação (Finanças). Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão, 2014.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2008.
- GOMEZ-MEJIA, L. R.; WELBOURNE, T. M.; WISEMAN, R. M. The Role of Risk Sharing and Risk Taking Under Gainsharing. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 492-507, 2000.
- GOMEZ-MEJIA, L. R.; BERRONE, P.; FRANCO-SANTOS, M. **Compensation and organizational performance: theory, research, and practice**. Londres: Routledge, 2014.
- GUJARATI, D. N.; Porter, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HAIR JR. J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 2009.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate Governance: Voting Rights anti Majority Rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 203-235, jan./mar. 1988.
- HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. **Journal of Finance**, v. 58, n. 6, p. 2351-2374, 2003.
- HAWAS, A.; TSE, C. B. How corporate governance affects investment decisions of major shareholders in UK listed companies: has the recent credit crunch changed the game? **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 31, n. 1, p. 100-133, 2016.
- HECKERMAN, D. G. Motivating managers to make investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 2, n. 3, p. 273-292, 1975;
- HOLTZ, L.; NETO, A. S. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, 2014.
- HÖPNER, M. Corporate governance in transition: Ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany. **Max-Planck-Institute for the Study of Societies Working Paper**, Discussion Paper, n. 05, 2001.

HSIAO, C. Why panel data? **The Singapore Economic Review**, v. 50, n. 02, p. 143-154, 2005.

IBCG. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa 2019**. Disponível em: [http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acesso em: 19 abr. 2019.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, p. 305–360, 1976.

JENSEN, M; C. Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 40-45, 1994.

JENTER, D.; LEWELLEN, K. **Performance induced CEO turnover**. Working Paper. Califórnia: Stanford University, 2010.

JUNIOR, S. B. Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, dez./2005.

KAPLAN, S.; MINTON, B. How has CEO turnover changed? **International Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 57–87, 2012.

KLAPPER, L.; LOVE, I. The impact of the financial crisis on new firm registration. **Economics Letters**, v. 113, n. 1, p. 1-4, 2011.

KLEIN, W. A. **Legal and economic perspectives of the firm: managerial behavior, Unpublished manuscript**. Los Angeles: UCLA, 1976.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. 192 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KRAUTER, E. Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, p, 259-273, 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. Diana L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP–Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**. v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V. A.; SILVA, A. L. C. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: Editora E-papers, 2002.

- LI, D.; MOSHIRIAN, F.; NGUYEN, P. T. L. Corporate governance or globalization in China? **Research in International Business and Finance**, v. 21, n. 1, p. 32–49, 2007.
- LIMA, I. S.; YAMAMOTO, M. M.; BATISTELLA, F. D.; IKEDA, R. H. Uma análise dos primeiros passos do novo mercado. In: Seminário USP de Contabilidade, 2, 2002, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2002.
- LUGOBONI, L. F.; DIAS, A. S.; NASCIMENTO, J. O.; ARAÚJO, J. A. O.; ZITTEI, M. V. M. Aspectos de governança corporativa nos relatórios de Administração de instituições financeiras. **Revista Eniac Pesquisa**, v. 7, n. 2, p. 182-205, 2018.
- MAGALHÃES, M. M.; Lima, A. C. P. **Noções de Probabilidade e Estatística**; 6. ed. São Paulo: IME-USP, ED. USP, 2002.
- MAGNAN, M.; ST-ONGE, S. The impact of profit sharing on the performance of financial services firms. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 4, p. 761-791, 2005.
- MAIA, A. B. G. R.; CARDOSO, V. I. C.; & REBOUÇAS, S. M. D. P. Principais indicadores para avaliação de desempenho financeiro de curto prazo das companhias brasileiras. **Anais...** XV SemeAD Seminários em Administração, São Paulo, SP, Brasil, 2012.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do {B}3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. SPE, p. 65-79, 2006.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2007
- MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- MARTINS, E.; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2013.
- MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. Evidence on the international evolution and convergence of corporate governance regulations. **Journal of Corporate Finance**, Boston, v. 17, n. 5, p. 1531-1557, 2011.
- MATUCHESKI, S.; ALMEIDA, L. B. Variáveis contábeis e o preço das ações. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2006.
- MELO, R. S.; BATISTA, P. C.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE-Revista de Gestão**, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **National Bureau of Economic Research**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

ORENSTEIN, L.; ROCHA, B. Prefácio. In: ROSENBERG, H. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

OZORIO, L. de M. **Análise do Desempenho Econômico-Financeiro de Distribuidoras de Energia Elétrica no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2015. (Texto de discussão n. 66).

PALEPU, K.; HEALY, P. M. The fall of Enron. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, p. 3-26, 2003.

PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm**. Oxford: Oxford University Press. 1963.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 47-59, 2003.

PINHEIRO, S. M. P. **O impacto decorrente da adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro: Caso Sonae Indústria, SGPS.SA**. 2007. 246f. Dissertação de Mestrado. Porto: Universidade Fernando Pessoa, 2007.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

PRESTON, L. E Corporation and society: The search, for a paradigm. **Journal of Economic Literature**, v.13, n.2, p. 434-453, 1975.

RABELO, F. Fundos de pensão, mercados de capitais e *corporate governance*: Lições para os mercados emergentes. **Revista de Administração de empresas**, v 38, n.1, p.38-51, Jan-Mar 1998.

RHODES, W. R. **O banqueiro do mundo**. Rio de Janeiro: Globo Livros, 2012.

RICHARDSON, M. **Fundamentos da metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSENBERG, H. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

ROSENTAL, C; FREMONTIER-MURPHY, C. **Introdução aos métodos quantitativos em ciências humanas e sociais**. Lisboa: Instituto Piaget, 2002.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSSETI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SATO, F. R. L. A teoria da agência no setor da saúde: o caso do relacionamento da Agência Nacional de Saúde Suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. **Revista de Administração Pública**, v. 41, n. 1, p. 49-62, 2007.

SCHIFRIN, M.; JOHNSON, S. S. The buyback monster. **Forbes**, v. 160, n. 11, p. 134-136, 1997.

SCHNORRENBERGER, D.; MATINS, V.; LUNKES, J.R.; GASPARETTO, V. Utilidade percebida do planejamento orçamentário: estudo comparativo entre empresas do setor de comércio varejista de materiais de construção e de transporte coletivo. **Revista Administração em Diálogo (RAD)**, v. 15, n. 2, p. 79-102, 2015.

SCOTT, J. **Corporate Business and Capitalist Classes**. Oxford: University Press, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIGLER, K. J. CEO compensation and company performance. **Business and Economics Journal**, v. 31, n. 1, p. 1-8, 2011.

SILVA, A. L. C. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; NEVES, M. B. E.; CARMONA, C. U. M. Será Que os Ratings de Crédito e os Spread das Debêntures São Influenciados Pelas Práticas de Governança Corporativa? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. D.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba/PR, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SMITH, A. **A riqueza das nações: uma investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**. São Paulo: Madras, 2009.



SOUZA, F. C.; BORBA, J. A. Governança corporativa e remuneração de executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 2, p. 35-48, 2007.

STERN, J. M. Prefácio. In: EHRBAR, Al. **Eva**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p. VI-XIV

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 3-27, 1990.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa. 2006. 160 p. 2006. Tese de Doutorado. Tese em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas– uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 40-62, 2018.

TOMS, S.; WRIGHT, M. Divergence and convergence within Anglo-American corporate governance systems: Evidence from the US and UK, 1950–2000. **Business History**, v. 47, n. 2, p. 267-295, 2005.

TREMBLAY, M.; CHENEVERT, D. **Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs**: une étude internationale. Congrès de l'Association de Gestion des Ressources Humaines. Working paper. Montréal: Canada, 2004.

TURNBULL, L. S. Corporate Governance its scope, concerns and theories. **Corporate Governance**, v.5, n.4, p.180-205, out. 1997.

VALLE, P. O.; REBELO, E. Testes à Estabilidade dos Parâmetros de um Modelo de Regressão: Uma Aplicação Especial dos Regressões Dummy. **Revista de Estatística**. v. 3, n. 3, p. 17-40, 2002.

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Registro Contábil**, v. 4, n.1, p. 1- 17, 2013.

VEEN, K.; ELBERTSEN, J. Governance Regimes and Nationality Diversity in Corporate Boards: A Comparative Study of Germany, the Netherlands and the United Kingdom. **Corporate Governance**, v. 16, n. 5, p. 386-399, 2008.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho**: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2003. 74f. Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN, João Pessoa, 2013.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro

com dados em painel, 2005-2011. **REGE - Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

WATTS, R. L. Accounting choice theory and market-based research in accounting. **British Accounting Review**, v. 24, n. 3, p. 235-267, 1992

WERNKE, R. **Gestão Financeira: Ênfase em Aplicações e Casos Nacionais**. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

WET, J. H de. Executive compensation and the EVA and MVA performance of South African listed companies. **Southern African Business Review**, v. 16, n. 3, p. 57-80, 2012.

WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, v.36, n.1, p.119-132, 1968.

WOOD JR. T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 2. ed. São Paulo: Atlas. 1999.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

ARTES, R. Coeficiente de assimetria. 2014. Disponível em: <[https://www.insper.edu.br/docentes/rinaldo-artes/wp-content/uploads/sites/14/2014/09/Medidas-de-forma-Assimetria\\_2014.pdf](https://www.insper.edu.br/docentes/rinaldo-artes/wp-content/uploads/sites/14/2014/09/Medidas-de-forma-Assimetria_2014.pdf)>. Acesso em: 07/05/2020.

PIANA, C. F. B.; MACHADO, A. A. M.; SELAU, L. P. R. Estatística básica – versão preliminar. Universidade Federal de Pelotas. 2009. Disponível em: <[http://www.energiapura.net.br/alunos/planejamento\\_experimentos/Aulas\\_PAE/aula1\\_PAE/Apostila\\_EB.pdf](http://www.energiapura.net.br/alunos/planejamento_experimentos/Aulas_PAE/aula1_PAE/Apostila_EB.pdf)>. Acesso em: 06/04/2020.

COSTA, G. G. O. **Curso de estatística básica: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

DEMÉTRIO, C. G. B. **Modelos lineares generalizados em experimentação agrônoma**. Piracicaba: ESALQ/USP, 2002.

INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA. Modelo Linear Geral V. Disponível em: <<http://hedibert.org/wp-content/uploads/2014/03/Econometria201401-Aula09-ARLM-VI-Dummy.pdf>>. Acesso em 01/05/2020.

HAIR JR. J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUJARATI. D. N.; PORTER. D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Bookman: Porto Alegre, 2011.

JOHNSON, R; KUBY, P. **Estat**. São Paulo: Cengage Learning, 2013.

LITTLE, R. J. A. A test of missing completely at random for multivariate data with missing values, **Journal of the American Statistical Association**, n. 83, v. 404, p. 1198–1202, 1988.

NUNES, L. N. Métodos de imputação de dados aplicados a área da saúde. **Tese** (Tese em epidemiologia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil, p. 120. 2007.

PAULA, G. A. **Modelos de regressão com apoio computacional**, 2013. Disponível em: <[https://www.ime.usp.br/~giapaula/texto\\_2013.pdf](https://www.ime.usp.br/~giapaula/texto_2013.pdf)>. Acesso em: 16/12/2016.

REIS, E. A.; REIS, I. A. **Análise descritiva de dados** – Síntese numérica. Relatório Técnico RTP – 02/2002. Série de Ensino. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, p. 36. 2002.

THOMAS, D. Preparation for Bias as a Buffer Against the Effect of Racial Discrimination on Academic Attitudes of African American College Students. **Research Gate**. Maio, 2015. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/297124793\\_Preparation\\_for\\_Bias\\_as\\_a\\_Buffer\\_Against\\_the\\_Effect\\_of\\_Racial\\_Discrimination\\_on\\_Academic\\_Attitudes\\_of\\_African\\_American\\_College\\_Students](https://www.researchgate.net/publication/297124793_Preparation_for_Bias_as_a_Buffer_Against_the_Effect_of_Racial_Discrimination_on_Academic_Attitudes_of_African_American_College_Students)>. Acesso em 09/05/2020.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A – Número de dados ausentes por indicador – Frequência relativa e absoluta

Indicador	Frequência	
	Absoluta	Relativa (%)
DLSE	77	14,8
EV	62	11,9
VM	55	10,6
ROE	51	9,8
FCL	34	6,5
CAPEX	34	6,5
RM	31	6,0
EBITDA	31	6,0
ML	30	5,8
ROA	29	5,6
RL	29	5,6
LL	29	5,6
DL	29	5,6
Total	521	100

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,

APÊNDICE B - Número de dados ausentes por indicador em função dos anos –  
Frequência relativa e absoluta

Indicador	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RM	8	8	6	6	2	1	0	0	0
ROE	13	8	7	5	6	3	3	3	3
ROA	8	7	4	4	2	2	1	1	0
RL	8	7	4	4	2	2	1	1	0
EB	9	7	4	4	2	2	1	1	1
ML	8	7	5	4	2	2	1	1	0
LL	8	7	4	4	2	2	1	1	0
DL	8	7	4	4	2	2	1	1	0
DLSE	9	11	8	7	8	5	10	10	9
FCL	10	8	4	4	2	2	1	2	1
CA	10	8	4	4	2	2	1	2	1
VM	15	11	9	5	5	4	4	1	1
EV	16	12	11	7	5	4	5	1	1
Frequência absoluta	130	108	74	62	42	33	30	25	17
Frequência relativa (%)	25,0	20,7	14,2	11,9	8,1	6,3	5,8	4,8	3,3

Nota: O número de total de dados ausentes é 521,

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,

APÊNDICE C – Número de dados ausentes por indicador em função das empresas pesquisadas – Frequência relativa e absoluta

Indicador	RM	ROE	ROA	RL	EB	ML	LL	DL	DLSE	FCL	CA	VM	EV	Frequência	
														Abs.	Rel (%)
Centauro	6	9	8	8	9	8	8	8	9	9	9	9	9	109	20,9
Bk Brasil	4	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	79	15,2
Movida	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	7	7	60	11,5
Imc S/A	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	55	10,6
Smiles	4	4	2	2	2	3	2	2	3	3	3	3	4	37	7,1
Anima	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	29	5,6
Cvc Brasil	1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	28	5,4
Unicasa	0	3	1	1	1	1	1	1	4	1	1	2	3	20	3,8
Tenda	1	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	7	7	19	3,6
Viver	0	4	0	0	0	0	0	0	8	0	0	0	0	12	2,3
Cr2	0	0	0	0	0	0	0	0	7	2	2	0	0	11	2,1
Time For Fun	0	1	0	0	1	0	0	0	2	1	1	1	1	8	1,5
Cia loc, Amér,	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	7	1,3
Ser Educa	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	7	1,3
Rossi Resid	0	1	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	0	6	1,2
Le Lis Blanc	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	5	1,0
Vulcabras	4	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	5	1,0
Gafisa	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	4	0,8
Even	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	3	0,6
Helbor	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	3	0,6
Magaz Luiza	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3	0,6
Rni	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	3	0,6
Technos	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3	0,6
Arezzo Co	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	0,4
Direcional	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2	0,4
JHSF Part	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0,2
B2W Digital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Cia Hering	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Cogna ON	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Cyrela Realt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Eztec	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Grendene	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
lochpMaxion	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Localiza	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Lojas Marisa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Lojas Renner	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Metal Leve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Springs	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Trisul	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Viavarejo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Yduqs Part	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0

Nota 1: O número de total de dados ausentes é 521,

Nota 2: As empresas que não constam na tabela não apresentaram dados ausentes,

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,

APÊNDICE D – Número de dados ausentes por indicador após eliminação do indicador VM, do binômio 2010-2011 e da empresa Centauro – Frequência relativa e absoluta

Indicador	Frequência	
	Absoluta	Relativa (%)
DLSE	50	28,1
EV	27	15,2
ROE	23	12,9
RM	11	6,2
ML	9	5,1
FCL	9	5,1
CA	9	5,1
ROA	8	4,5
RL	8	4,5
EB	8	4,5
LL	8	4,5
DL	8	4,5
Total	178	100,0

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,

APÊNDICE E - Número de dados ausentes por indicador em função dos anos após eliminação do indicador VM, do binômio 2010-2011 e da empresa Centauro – Frequência relativa e absoluta

Indicador	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
RM	5	5	1	0	0	0	0
ROE	6	4	5	2	2	2	2
ROA	3	3	1	1	0	0	0
RL	3	3	1	1	0	0	0
EB	3	3	1	1	0	0	0
ML	4	3	1	1	0	0	0
LL	3	3	1	1	0	0	0
DL	3	3	1	1	0	0	0
DLSE	7	6	7	4	9	9	8
FCL	3	3	1	1	0	1	0
CA	3	3	1	1	0	1	0
EV	10	6	4	3	4	0	0
Frequência absoluta	53	45	25	17	15	13	10
Frequência relativa (%)	29,8	25,3	14,0	9,6	8,4	7,3	5,6

Nota: O número de total de dados ausentes é 178,

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,



APÊNDICE F – Número de dados ausentes por indicador em função das empresas pesquisadas após eliminação do indicador VM, do binômio 2010-2011 e da empresa Centauro – Frequência relativa e absoluta

Empresa	RM	ROE	ROA	RL	EB	ML	LL	DL	DLSE	FCL	CA	EV	Frequência	
													Abs.	Rel (%)
Bk Brasil	2	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5	48	27,0
Movida	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	5	29	16,3
Imc S/A	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	26	14,6
Viver	0	4	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	11	6,2
Smiles	2	2	0	0	0	1	0	0	1	1	1	2	10	5,6
Tenda	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	5	8	4,5
Cr2	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	7	3,9
Rossi Resid	0	1	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	6	3,4
Unicasa	0	1	0	0	0	0	0	0	3	0	0	1	5	2,8
Even	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	1,7
Gafisa	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	1,7
Helbor	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	1,7
Le Lis Blanc	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	1,7
Rni	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	1,7
Anima	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1,1
Cia loc. Amér.	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1,1
Cvc Brasil	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1,1
Direcional	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2	1,1
Vulcabrás	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1,1
JHSF Part	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0,6
Ser Educa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0,6
Time For Fun	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0,6

Nota 1: O número de total de dados ausentes é 178,

Nota 2: As empresas que não constam na tabela não apresentaram dados ausentes,

Fonte: Dados da pesquisa, 2020,