
RELAÇÃO ENTRE OS SISTEMAS DE INCENTIVOS OFERECIDOS AOS GESTORES E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Rosimeire Pimentel Gonzaga¹

Claudia Emiko Yoshinaga²

William Eid Junior³

▪ Artigo recebido em: 10/03/2013 ▪▪ Artigo aceito em: 09/10/2014 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 04/12/2014

RESUMO

Empresas podem oferecer sistemas de incentivos como forma de atrelar a recompensa dos gestores ao desempenho econômico, reduzindo assim possíveis conflitos de agência. Assim, o presente trabalho buscou verificar se há relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas brasileiras. Utilizou-se como amostra as empresas listadas na BM&FBovespa. Para análise e tratamento dos dados, foram utilizadas as técnicas de análise de dados com modelo em painéis com efeitos fixos e aleatórios. Os resultados encontrados sugerem evidências de existência de relação entre incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho econômico das empresas da amostra.

Palavras-Chave: Sistema de incentivos. Teoria de agência. Desempenho econômico.

¹ Doutoranda em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). Professora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte/MG – Brasil. E-mail: ropgonzaga@face.ufmg.br. Telefone: 55 (31) 3409-7270.

² Doutora, Mestre e Bacharel em Administração de Empresas com ênfase em Finanças pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). Professora Pesquisadora do Centro Universitário FECAP e Professora da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP). E-mail: claudia.yoshinaga@fgv.br. Telefone: 55 (11) 3799-7994.

³ Bacharel, Especialista, Mestre e Doutor em Administração de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP) e Pós-Doutor em Administração de Empresas pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP. Professor titular da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas e coordenador do Centro de Estudos em Finanças na mesma instituição. E-mail: william.eid@fgv.br. Telefone: 55 (11) 3799 7994.

RELATIONSHIP BETWEEN THE INCENTIVE SYSTEMS OFFERED TO MANAGERS AND PERFORMANCE OF BRAZILIAN

ABSTRACT

Companies can offer incentive schemes as a way of linking the reward of managers to economic performance, thus reducing potential agency conflicts. Our study try to ascertain whether there is a relationship between managerial incentives offered to managers and Brazilian companies' performance. We have used as sample, companies listed on the BM&FBovespa. We use panel data regression with fixed and random effects. The results suggest that there is a relationship between managerial incentives offered and economic performance in companies' sample.

Keywords: Incentives schemes, agency theory, economic performance.

1 INTRODUÇÃO

Sistemas de incentivos são utilizados pelas empresas como ferramenta que desempenha função motivacional de induzir o comportamento dos gestores gerando alinhamento dos interesses da organização e dos gestores, para o alcance de determinado nível de desempenho (MERCHANT; VAN DER STEDE; ZHENG, 2003; BAILY; BROW; COCCO, 1998).

Nesse sentido, sistemas de incentivos são oferecidos aos gestores como parte das estratégias das firmas para alinhamento de interesses entre os gestores e acionistas, para o alcance dos objetivos organizacionais (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Isso em função de gestores e proprietários do capital divergirem em seus respectivos interesses econômicos, o conhecido custo de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; LEWELLEN, LODERER; MARTIN; BLUM, 1992).

Em função da distinção entre propriedade e controle existentes nas empresas, surgem problemas relacionados à falta de alinhamento de objetivos entre agente e principal ou gestores e proprietários do capital, podendo dessa forma afetar o desempenho das empresas, surgindo questionamentos quanto aos problemas previstos pela teoria de agência (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976).

Os conflitos de agência entre principal-agente podem afetar algumas funções essenciais das empresas, como nível de investimento, nível de endividamento, preferência ou aversão ao risco, dentre outras que podem comprometer o desempenho da organização e conseqüentemente gerar perdas para os proprietários do capital (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Desse modo, tem sido crescente o número de pesquisas sobre sistemas de incentivos e suas implicações para as organizações (MURPHY, 1999).

Este fato pode estar relacionado à questão de que a forma como as decisões são tomadas pelos gestores pode afetar o desempenho das empresas e o valor do acionista, sendo requeridos instrumentos para alinhamento de

interesses, a fim de evitar que os gestores tomem decisões distintas daquelas desejadas pelos acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Assim, para redução dos conflitos de agência, as empresas podem estabelecer sistemas de incentivos para atrelar a recompensa dos gestores à *performance* das mesmas, dado que, tais sistemas de incentivos buscam induzir o comportamento dos gestores para que ajam de acordo com os objetivos organizacionais estabelecidos e conseqüentemente, garantir determinado nível de desempenho das empresas (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2003; BAILEY; BROW; COCCO, 1998).

Os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores podem ter diversas estruturas e ser baseados em informações gerenciais, informações contábeis internas, informações de mercado, dentre outras (MELUMAD, MOOKHERJEE; REICHELSTEIN, 1992).

A definição da estrutura apropriada dos sistemas de incentivos oferecidos, depende em parte das estratégias adotadas pelas empresas, sendo que os incentivos financeiros, quando amarrados ao desempenho da empresa, podem levar os gestores a maximizarem o desempenho das mesmas (AGUIAR, et al., 2012; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Portanto, emerge a necessidade de verificar se os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores poderiam explicar parte do desempenho das empresas.

Assim, o objetivo do presente trabalho é verificar se há relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, integrantes do IBRX, que emitiram o relatório de referência no período de 2009 a 2010.

Para alcançar o objetivo proposto, busca-se responder a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores por meio da remuneração e o desempenho das empresas?

Desse modo, essa pesquisa se justifica em parte, pelo grande número de pesquisas envolvendo sistemas de incentivos e desempenhos das empresas realizadas em outros países, como os Estados Unidos, não podendo os resultados serem extrapolados para o Brasil e ainda, pela busca de evidências empíricas quanto a relação entre os tipos de incentivos oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas (ALBUQUERQUE et al., 1977; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; DALMACIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009).

Para desenvolvimento da discussão apresentada, o presente trabalho foi dividido em cinco seções, sendo a primeira representada pela presente introdução; a segunda apresenta o referencial teórico que oferece suporte para os questionamentos realizados; na terceira seção são apresentados os aspectos metodológicos utilizados na pesquisa; na quarta seção são apresentados e discutidos os resultados encontrados e, por fim, na quinta seção são realizadas as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Sistemas de Incentivos

Sistemas de incentivos oferecidos aos gestores, compreendendo a remuneração dos executivos, é um tema que vem despertando a atenção da sociedade e da comunidade acadêmica, sendo observável sua importância e relevância por meio do crescente número de pesquisas desenvolvidas nessa área (CONYON, 2006; MURPHY, 1999; VASSOLER, 2010).

Os mecanismos de incentivos gerenciais são utilizados pelas empresas como mecanismos de controle, para garantir que os gestores se comportem de forma a atingir os resultados esperados pelos acionistas (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Ademais, os incentivos, especificamente os monetários, são utilizados a fim de poderem influenciar o comportamento dos gestores, para que busquem alcançar determinado nível de desempenho, conforme requeridos pelos proprietários do capital (AGUIAR et al., 2012; BAILEY, BROW, COCCO, 1998; , MOOKHERJEE, REICHELSTEIN, 1992).

Contudo, os executivos ou os gestores podem influenciar os resultados da organização, por meio das ações e esforços gerenciais dispostos pelos mesmos, de modo a distorcer o real desempenho econômico da empresa (HEALY; WAHLEN, 1999). Nesse sentido, para Jensen e Murphy (1990) a remuneração oferecida aos executivos por meio de sistemas de incentivos, deve ser capaz de influenciá-los, de maneira a agirem buscando a maximização da riqueza dos acionistas, e a consequente redução dos problemas de agência. Ainda, segundo Mehran e Tracy (2001), existem duas formas de se lidar com problemas de agência envolvendo os executivos: concessão de incentivos e indução do comportamento dos mesmos.

Desse modo, uma das formas que podem ser utilizadas para o alinhamento dos interesses dos gestores e das empresas, é a indução dos comportamentos do agente e principal, passando os mesmos a possuírem objetivos comuns (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Nesse sentido, os sistemas de incentivos exercem nas organizações a função de induzir o comportamento dos gestores na mesma direção que os objetivos organizacionais (AGUIAR et al., 2012; MERCHANT; VAN DER STEDE, 2003; BAILEY; BROW; COCCO, 1998).

Os incentivos oferecidos poderiam provocar um aumento de comprometimento por parte dos gestores, ocasionando um efeito positivo sobre o desempenho da organização, assim, poderiam gerar maior alinhamento de interesses, entre gestores e acionistas (AGUIAR et al., 2012; BONNER, SPRINKLE, 2002; INDJEKIAN, NANDA, 1999).

Uma possível explicação para tal fato é que os incentivos oferecidos aos gestores gerariam um aumento dos esforços empreendidos pelos gestores afetando positivamente o desempenho organizacional (AGUIAR et al., 2012; BONNER; SPRINKLE, 2002).

Desse modo, as empresas utilizam mecanismos de incentivos para alinhamento de interesses, buscando influenciar o comportamento dos agentes

de modo a alcançarem o nível de desempenho desejado pelos proprietários do capital.

Dois tipos de incentivos podem ser oferecidos aos gestores: financeiros e não-financeiros (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Esses mecanismos de incentivos podem ser estruturados de diversas formas, como remuneração variável, remuneração fixa, pacotes de incentivos, dentre outros, e podem ser medidos por diversas bases, como: informações de mercado, informações contábeis (internas e externas), dependendo em parte das estratégias adotadas pelas empresas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Contudo, dentre o conjunto de parâmetros relacionados ao tipo de incentivos a serem oferecidos, estes devem ser adotados tendo em vista a melhor estratégia para a companhia e relacionados às características das mesmas (KRONMEYER FILHO; KLIEMANN NETO, 2005; SCHIEHL; MORISSETTE, 2000).

2.2 Teoria de Agência

A teoria de agência é a estrutura teórica mais utilizada para análise da relação entre incentivos oferecidos aos gestores e desempenho econômico das empresas (MURPHY, 1999). Ela propõe que a relação entre incentivos oferecidos aos gestores e desempenho econômico, motiva os gestores a analisarem o "trade-off" entre os riscos que lhes são impostos e os incentivos associados a determinadas medidas de desempenho (CHEN; JERMIAS, 2009).

Na visão da teoria de agência, uma organização pode ser reduzida a uma teia de múltiplos relacionamentos entre duas pessoas, chamadas de principal e agente. O proprietário do capital, no papel de principal, delega funções aos gestores, na figura de agentes, para que atuem conforme os objetivos da organização. Contudo, existe a possibilidade destes últimos perseguirem objetivos divergentes aos do principal. Note-se, ainda, que nos casos mais complexos previstos pela teoria de agência, podem existir múltiplos agentes e múltiplos principais (CARDOSO; MARIO; AQUINO, 2007; LAMBERT, 2001).

Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976) definem conflito de agência como consequências contratuais de uma relação na qual um principal (proprietário do capital) pode requerer que outrem no papel de agente (gestor) desempenhe alguma função em seu favor, esperando, nesse caso, que o gestor haja de acordo com objetivos por ele estabelecidos. Os conflitos de interesses envolvendo proprietário do capital e gestores são denominados na teoria de agência como problemas entre principal e agente, sendo praticamente impossível fazer com que os gestores tomem decisões perfeitamente alinhadas aos interesses do proprietário do capital, segundo estes autores.

A falta de alinhamento de interesses entre o principal e o agente, em função da possível falta de conhecimento ou indisponibilidade de tempo para monitoramento do principal sobre ações dos agentes, pode levar à ocorrência de fatos como expropriação por parte dos agentes ou falta de congruência de objetivos, que podem afetar o desempenho organizacional (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976). Assim, a literatura acerca a teoria de agência tem explorado as implicações que não podem ser facilmente observáveis nas

ações dos agentes, e que podem levar ao comprometimento do desempenho organizacional (FELTHAM; XIE, 1994).

O incentivo surge, então, como mecanismo formal capaz de reduzir os problemas existentes entre principal e agente, sendo utilizado pelos acionistas para alinhamento de seus interesses com os dos gestores (BOSCHEN et al., 2003; CRAWFORD; GUASH, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Jensen e Murphy (1990) os conflitos de interesses entre acionistas e gestores é um dos principais focos da teoria de agência. Dessa forma, os acionistas utilizam sistemas de incentivos para fazer com que os gestores tomem decisões que busquem a maximização de suas riquezas.

Ademais, os sistemas de incentivos podem ser utilizados para redução do risco moral previsto pela teoria de agência, criando uma ligação direta entre a remuneração oferecida aos gestores e o desempenho organizacional (CHEN; JERMIAS, 2009). Porém, a riqueza dos acionistas pode ser influenciada por outros fatores que não sejam os incentivos oferecidos aos gestores e que necessitam serem considerados (FUNCHAL; TERRA, 2006; JENSEN; MURPHY, 1990).

2.3 Desempenho Econômico

Dentre as formas existentes de alinhamento de interesses entre gestores e proprietários do capital, destaca-se a remuneração em função do desempenho da empresa (MURPHY, 1985; KAPLAN, 1994).

Recentemente, tem – se observado maior nível de atenção por parte dos pesquisadores, no que se refere às medidas de desempenho que poderiam ser utilizadas como base para composição dos incentivos oferecidos pelas empresas, aos gestores (AGUIAR et al., 2012; FELTHAM, XIE, 1994).

As medidas de desempenho que podem ser utilizadas variam dentre empresas, podendo ser extraídas de informações contábeis internas ou informações externas como indicadores de mercado (FUNCHAL; TERRA, 2006; MELUMAD; MOOKHERJEE; REICHELSTEIN, 1992; MURPHY, 1985).

Segundo Bushman e Smith (2001) dentre as medidas de desempenho econômico existentes, as baseadas em informações e indicadores de lucratividade são as mais utilizadas para estabelecimento dos níveis de incentivos a serem oferecidos.

Nesse sentido, os incentivos baseados no desempenho econômico, podem induzir os gestores a buscarem maximizá-lo ou atingirem determinado nível de desempenho estabelecido (AGUIAR et al., 2012).

Os incentivos oferecidos podem, ainda, ser influenciados pelo desempenho que é diretamente relacionado às atividades dos gestores (JENSEN; MURPHY, 1990). Assim, considerando que alguns indicadores contábeis e de mercado estão relacionados aos incentivos oferecidos aos gestores pelas empresas, a existência de sistemas incentivos pode estar associada ao desempenho econômico das mesmas (BAILEY; BROW; COCCO, 1998; BOSCHEN et al., 2003).

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

O objetivo do presente trabalho consiste em verificar se há relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho econômico das empresas brasileiras listadas na Bovespa, integrantes do IBrX, que emitiram o relatório de referência no período de 2009 a 2010.

Para tanto, analisou-se uma amostra composta pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa, que compõem o índice IBrX da BM&FBovespa. O IBrX é um dos índices da Bolsa de Valores de São Paulo e mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas, em termos de número de negócios e volume financeiro (BM&FBOVESPA, 2011).

As empresas integrantes do IBrX emitem anualmente o relatório de referência exigido pela Bovespa. No relatório de referência estão evidenciadas informações como: identificação dos responsáveis pelo conteúdo dos formulários, informações financeiras consolidadas, histórico e atividades da companhia, fatores de risco, remuneração dos administradores, política de divulgação de informações, dentre outras.

Para alcançar o objetivo proposto serão utilizadas as técnicas de análise de dados em painel, sendo estimados os painéis com efeitos fixo e aleatório (GUJARATI, 2000; WOOLDRIDGE, 2006).

3.2 Variáveis Utilizadas

Como variável dependente, foi utilizada como *proxy* para sistema de incentivos a remuneração variável total em razão da remuneração total. Dessa forma, a variável dependente busca medir o quanto de incentivo está presente na remuneração do gestor, sendo que, no item 6 do formulário de referência são disponibilizados os valores agregados da remuneração, total e variável, e não o valor percebido individualmente por cada executivo.

Tem sido crescente o número de pesquisadores que buscam investigar os efeitos da remuneração, sobretudo a variável. Para Berg (1973) a otimização do resultado das empresas depende da estratégia de remuneração. A remuneração variável por sua vez, é um tipo de incentivo motivador, sendo que Bloom, Milkovich (1996) avaliam que esse tipo de incentivo é uma forma de compensar o desempenho do gestor, e esta estratégia de diversificar a remuneração tem um efeito salutar sobre o desempenho da empresa. (GOMEZ-MEJIA, 1992). Desse modo, o intuito da empresa em adotar remuneração variável incide no processo de avaliar a performance do gestor em prol no desempenho da empresa (PLOTOW, 2006).

Foram utilizadas como variáveis independentes informações relacionadas ao desempenho baseadas em medidas contábeis e em informações baseadas no mercado.

Dentre as medidas de desempenho que permitem avaliar a performance dos gestores tem-se os indicadores contábeis, que permitem avaliar

analiticamente a atratividade de investimentos e seus indicadores de retorno (DALMACIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009; ASSAF NETO, 2002).

Com relação às medidas contábeis de lucratividade, segundo Bushman e Smith (2001), essas são utilizadas frequentemente para estabelecimento de incentivos oferecidos aos gestores e determinação da remuneração executiva. Nesse contexto, diversos trabalhos têm explorado a relação entre as medidas contábeis de desempenho, como retorno sobre o patrimônio (ROE) e medidas de lucratividade e os incentivos oferecidos (PUKTHUANHONG; TALMOR; WALLACE, 2004).

Como medida contábil foi utilizado o ROE (retorno sobre o patrimônio líquido), uma vez que este pode ser considerado como aspecto econômico de análise empresarial, e demonstra a remuneração que os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em função de seus investimentos no empreendimento (SILVA, 2001).

Ainda com relação às variáveis independentes foi utilizado como medidas baseadas em informações do mercado o retorno da ação e o lucro por ação, pois essas são frequentemente utilizadas, para determinação dos incentivos a serem oferecidos aos gestores, conforme ressalta Bushman e Smith (2001).

Para Pukthuanthong, Talmo e Wallace (2004), mesmo considerando o fato das medidas baseadas em informações de mercado serem influenciadas por diversos fatores que poderiam trazer riscos para os gestores, as mesmas poderiam oferecer maior congruência de objetivos entre os gestores e acionistas.

Contudo, as análises relacionadas às medidas de desempenho a serem utilizadas, independente de serem medidas contábeis ou baseadas em informações de mercado, necessitam ser consistentes, relevantes e confiáveis, pois essas informações sofrem mudanças permanentes, ao mesmo tempo em que, os gestores são responsáveis em parte, pelo desempenho da empresa e podem influenciá-las (DALMACIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009, SILVA; MORAES JUNIOR, 2006).

Segundo Byrd, Parrino e Pritsh (1998) é necessário que as características das empresas sejam consideradas nas análises, devido a suas implicações sobre os indicadores de retorno e os possíveis conflitos de agência existentes. Assim, com relação às características das empresas, utilizou-se o tamanho das empresas (medido pelo logaritmo total de ativos). Para Murphy (1985) o tamanho das firmas influencia as medidas contábeis de desempenho e tem um alto poder de explicação dos incentivos oferecidos e da remuneração dos gestores. Desse modo, utilizou-se logaritmo do ativo total das empresas da amostra como *proxy* para tamanho, afim de dirimir o risco de influência do efeito escala sobre as demais variáveis (AGUIAR et al., 2012; GUPTA, 1980; HALL, 1987).

As informações relacionadas aos incentivos oferecidos foram extraídas dos relatórios de referência das empresas da amostra e as demais variáveis foram extraídas do banco de dados da Economatica.

Para alcançar o objetivo proposto, será utilizada a seguinte equação de regressão:

$$INCENT = \beta_1 + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 RETORNOAÇÃO_{i,t} + \beta_4 LUCROAÇÃO_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

INCENT – Remuneração variável em razão da remuneração total, da empresa *i*, no período *t*;

ROE – Retorno sobre o patrimônio, *proxy* para desempenho da empresa *i*, no período *t*;

RETORNOAÇÃO: Retorno por ação, *proxy* para desempenho da empresa *i*, no período *t*;

LUCROAÇÃO = Lucro por ação, *proxy* para desempenho da empresa *i*, no período *t*;

LOGATIVO – Controle de tamanho, log do total de ativos da empresa *i*, no período *t*.

Espera-se encontrar relação entre a variável dependente e as variáveis independentes, gerando evidências sobre a relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e o desempenho econômico das empresas da amostra.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis que compõem o modelo.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	Número de Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
INCENT	118	0.921708	0.066292	0.663956	0.992047
ROE	118	0.075149	0.264834	-0.07424	2.767573
RETORNOAÇÃO	118	0.774758	0.975003	-0.54971	5.695364
LUCROAÇÃO	118	1.621929	1.820635	-2.04642	8.939354
LOGATIVO	118	6.864634	0.598668	5.582454	8.796389
Empresas					63

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados das estatísticas descritivas das variáveis analisadas indicam alta variabilidade dos dados referente ao ROE - retorno sobre o patrimônio (coeficiente de variação = 3,52) e baixa variabilidade dos dados referentes às variáveis tamanho – representada pelo logaritmo do ativo total (coeficiente de variação = 0,08) e incentivos (coeficiente de variação = 0,07). Os coeficientes de variações das variáveis: retorno da ação e lucro por ação foram respectivamente 1,25 e 1,12. Os coeficientes de variação foram obtidos pela razão entre o desvio-padrão e a média das variáveis da amostra (WOOLDRIDGE, 2006).

Ainda, é possível destacar a média observada referente à variável incentivo (0,921708), o que sugere que nas empresas da amostra a remuneração dos gestores é composta em 92% por parte variável, demonstrando que as mesmas lançam mão de incentivos como parte das estratégias de remuneração dos gestores.

Nessa linha, Lins (2006) observou que a remuneração variável dos gestores no Brasil vem crescendo e se aproximando de outras economias de porte, nas quais o peso da remuneração variável sobre a remuneração total é maior, se comparado ao Brasil.

Para testar a relação entre as variáveis propostas, utilizou-se modelo de regressão estimado em painel, utilizando o modelo abordado. Utilizou-se modelo de regressão com efeito aleatório, conforme resultados apresentados na Tabela 2, os quais se referem ao modelo de regressão estimado em painel.

Com relação aos resultados encontrados por meio da estatística de regressão em painel com efeitos aleatórios, conforme apresentados na Tabela 2, nada pode ser afirmado a partir dos mesmos. O modelo, bem como as variáveis analisadas, não demonstraram significância estatística aos níveis de significância requeridos (1%, 5% e 10%).

Tabela 2 – Estatística de Regressão em Painel – Efeitos Aleatórios

$$INCENT = \beta_1 + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 RETORNOAÇÃO_{i,t} + \beta_4 LUCROAÇÃO_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + e$$

	Coefficientes	Estatística - t	P-value
ROE	0.0047	0.20	0.839
RETORNOAÇÃO	0.0055	1.35	0.176
LUCROAÇÃO	0.0008	0.25	0.803
LOGATIVO	0.0059	0.42	0.673

R² Within = 0.0251

Nº Observações = 118

Between = 0.0087

Prob> F = 0.7582

Overall = 0.0093

Em que: *, **, *** indicam que os coeficientes são estatisticamente significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para verificar qual o melhor modelo a ser empregado, utilizou-se o teste Hausman, a fim de verificar se os coeficientes estimados utilizando efeitos aleatórios, metodologicamente são consistentes e eficientes.

Pela hipótese nula (H₀), o coeficiente β estimado por efeitos aleatórios é consistente e eficiente. A hipótese nula pode ser rejeitada (Prob>chi² = 0.0190), indicando que o melhor modelo a ser utilizado é o modelo estimado por efeitos fixos.

Assim, a regressão estimada painel com efeitos fixos é mais indicada para verificar uma possível relação entre as variáveis propostas.

Por sua vez, na Tabela 3 são apresentados os resultados obtidos utilizando-se modelo de regressão estimado em painel com efeito fixo, utilizando-se a ferramenta *robust* a fim de corrigir possíveis problemas gerados pela existência de heteroscedasticidade (GREENE, 1997).

Tabela 3 – Estatística de Regressão em Paineis – Efeitos Fixos

$$INCENT = \beta_1 + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 RETORNOAÇÃO_{i,t} + \beta_4 LUCROAÇÃO_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + e$$

	Coefficientes	Estatística – t	P-value
ROE	-0.1482	- 3.81	0.000***
RETORNOAÇÃO	0.0079	1.90	0.062*
LUCROAÇÃO	0.0059	2.06	0.044**
LOGATIVO	0.0786	2.11	0.039**

R² Within = 0.1599

Nº Observações: 118

Between = 0.0102

Prob> F= 0.0022

Overall = 0.0024

Em que: *, **, *** indicam que os coeficientes são estatisticamente significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados encontrados sugerem evidências de que há relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho das empresas da amostra (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Ao considerarmos a variável ROE – retorno sobre o patrimônio (coeficiente β_2) como *proxy* para desempenho, a mesma foi estatisticamente significativa a 1% (P-value = 0.000). Porém, a relação não é direta, como se observa pelo coeficiente negativo da variável (-0.1482).

Desse modo, esses resultados fornecem evidências de que há relação entre os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho econômico das empresas da amostra, quando esse é medido pelo retorno sobre o patrimônio (BAILEY; BROW; COCCO, 1998; BOSCHEN et al., 2003).

Porém, com relação ao coeficiente negativo da variável ROE, uma possível explicação seria o fato de que, empresas com maiores retornos poderiam apresentar um maior valor absoluto referente a esses valores. Pode ocorrer ainda que, algumas empresas poderiam oferecer um percentual menor sobre um retorno maior, o que poderia resultar em uma remuneração maior em detrimento da situação contrária. Outras possíveis explicações seria o fato das empresas utilizarem outras medidas de desempenho para avaliação de atuação dos gestores, diferentes do ROE, e que serviria como base para o estabelecimento dos incentivos.

Contudo, quando consideramos as variáveis retorno da ação e lucro por ação como *proxies* para desempenho, encontrou-se relações estatisticamente significantes entre as mesmas e os incentivos oferecidos ao nível de 10% e 5% (P-value = 0.062 e P-value = 0.044) respectivamente. As relações são diretas, sendo que, um aumento dos incentivos poderia gerar um aumento do retorno e do lucro por ação (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; PUKTHUANHONG; TALMOR; WALLACE, 2004).

A variável tamanho (β_5), representada pelo logaritmo do ativo total, também se demonstrou estatisticamente significativa a 10% (P-value = 0.051). Desse modo, o tamanho da empresa estaria relacionado aos incentivos oferecidos, sendo que, empresas maiores podem oferecer maiores níveis de

incentivos aos gestores (CISCEL; CARROLL, 1980; GUPTA, 1980; HALL, 1987; MURPHY, 1985).

Em síntese, os resultados encontrados com as regressões apresentadas evidenciam em parte, que os incentivos oferecidos aos gestores são influenciados pelo tamanho das empresas (CISCEL; CARROLL, 1980; FUNCHAL; TERRA, 2006; MURPHY, 1989; ROSEN, 1982) e estão relacionados aos desempenhos econômico das mesmas (BUSHMAN; SMITH, 2001; KAPLAN, 1994).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Uma das questões centrais relacionadas aos desempenhos oferecidos aos gestores pelas empresas é se esses seriam capazes de induzir o comportamento dos gestores, de forma a alcançarem determinado nível de desempenho econômico, conforme requeridos pelos proprietários do capital (MERCHANT; VAN DER STEDE; ZHENG, 2003).

Nesse sentido, o presente estudo buscou verificar se os incentivos gerenciais oferecidos aos gestores estariam relacionados aos níveis de desempenho das empresas. Os resultados encontrados por meio da pesquisa evidenciam, em parte, que os incentivos oferecidos aos gestores pelas empresas estão relacionados aos desempenhos econômicos das mesmas.

Quando considerada como medida de desempenho da empresa uma medida de retorno baseada em informações contábeis, como por exemplo, o retorno sobre o patrimônio, as evidências encontradas sugerem que os incentivos oferecidos aos gestores pelas empresas estão relacionados aos desempenhos econômicos das mesmas. Além disso, quando consideram-se medidas de desempenho baseadas em informações de mercado, os resultados demonstram a mesma tendência. As evidências encontradas sugerem que, há relação estatisticamente significativa entre os incentivos oferecidos e o desempenho quando esse é medido pelo retorno da ação e pelo lucro por ação.

Ainda, características das empresas, como seu tamanho estão relacionadas aos níveis de incentivos oferecidos pelas mesmas, indicando que, os incentivos oferecidos aos gestores são, em parte, influenciados pelo tamanho das empresas.

Algumas implicações podem ser aventadas desses resultados. Primeiramente, dado que os incentivos estão relacionados ao desempenho econômico, pode-se pressupor que os incentivos gerenciais fazem parte das estratégias da firma, enquanto ferramenta para alinhamento de interesse entre os agentes (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008), dado que as decisões dos gestores podem afetar o desempenho da empresa e conseqüentemente, o valor dos acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998). Os resultados evidenciam ainda que, características das empresas, como tamanho, podem influenciar o nível de incentivos oferecidos (CISCEL; CARROLL, 1980; FUNCHAL; TERRA, 2006; MURPHY, 1999; ROSEN, 1982).

Desses resultados, surgem as implicações de que a remuneração dos executivos está inversamente associada ao desempenho econômico de grandes empresas brasileiras. Isso pode ocorrer em função de alguns fatores. Primeiro, a empresa pode utilizar algumas medidas como base para estabelecimento dos incentivos, distintas da medida utilizada no trabalho (ROE – retorno sobre o patrimônio). Nesse caso, sugere-se a utilização de outras medidas de retorno, em futuras pesquisas. Segundo, pode ser que existam diferenças entre os períodos de ocorrências dos acréscimos dos retornos, e o período em que os acréscimos serão refletidos na remuneração dos gestores. Nesse sentido, sugere-se incorporar ao modelo *dummies* que reflitam defasagem no tempo de modo detalhar possíveis relações intertemporais.

Terceiro, pode ocorrer em alguns casos que um aumento percentual de participação nos resultados, implique em uma menor participação financeira sobre os mesmos, em função das oscilações ocorridas nas medidas utilizadas como base para estabelecimento dos incentivos. Ainda, é possível que a base utilizada para extração dos dados que compuseram a variável relacionada ao retorno, contenha algumas inconsistências, sugerindo a aplicação do modelo em outras amostras, oriunda de outras bases de dados.

Ainda, essa pesquisa possui algumas limitações, o que sugere que os resultados devem ser analisados dentro do seu contexto. Existem alguns fatores não considerados nas análises realizadas, como estrutura de propriedade das empresas, e concessão de benefícios adicionais tais como planos de aposentadoria, assistência médica dentre outros. Além disso, as análises foram realizadas considerando um período de apenas dois anos, podendo esse ser insuficiente para captar as relações pesquisadas.

Sugere-se para pesquisas futuras, analisar outros possíveis fatores que possam influenciar os resultados encontrados, expansão da amostra, bem como do período analisado.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B. et al. Associação entre sistemas de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. São Paulo. v. 52, n. 1, jan./fev. 2012.

ALBUQUERQUE, L. G. et al. Fatores determinantes do salário de executivos e respectiva satisfação salarial. **Revista de Administração da USP**. V. 12, n. 2, p. 57-77. 1977.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de Controle Gerencial**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ASSAF NETO, A.. Estrutura e Análise de Balanços: Um enfoque econômico-financeiro. 7ª Ed. Editora: Atlas. São Paulo. 2002.

BAILEY, C. D.; BROWN, L. D.; COCCO, A. F. The Effects of monetary incentives on worker learning and performance in an assembly task. **Journal of Management Accounting**. Research, n. 10, p. 119 – 131, 1998.

BERG, N. A. Corporate role in diversified companies. In B. Taylor and K. MacMillen (eds.). *Business Policy Teaching and Research*, Halstead Press, New York, 1973, pp. 15-27.

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

BLOOM, M. C.; MILKOVICH, G. T. The relationship between risk, performance-based pay, and organizational performance, Working Paper 95-01, Ithaca, NY: Center for Advanced Human Resource Studies, 1996.

BVMF - BOLSA DE MERCADORIAS, VALORES E FUTUROS (BM&FBOVESPA). **IBrX**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/IBrX.pdf>. Acessado em: 01/11/2011.

BONNER, S. E.; SPRINKLE, G. B. The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research. **Accounting, Organizations, and Society**. v. 27, p. 303-345, 2002.

BOSCHEN, J. F. et al. Accounting and Stock Price Performance in Dynamic CEO Compensation Arrangements. **The Accounting Review**. v. 78, n.1, p. 143-168, 2003.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and Corporate Governance. **Journal of Accounting & Economics**, v. 32, n.1-3, p.237, 2001.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, p. 14-30, May-June, 1998.

CARDOSO, R. L.; MÁRIO, P. C.; AQUINO, A. C. B. *Contabilidade Gerencial: Mensuração, monitoramento e incentivos*. São Paulo: Atlas, 2007.

CHEN, Y.; JERMIAS, J. **Business Strategy, Executive Compensation, and Firm Performance**. 2009. Working Paper. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326183. Acessado em 01/04/2011.

CISCEL, D.H.; CARROL, T.M. "The Determinants of Executive Salaries: an econometric survey". **Review of Economics and Statistics**, n. 29, p.7-13, 1980.

CONYON, Martin J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, p. 25-40, Feb. 2006.

CRAWFORD, V. P.; GUASCH, J. L. The theory of contracts and agency. **American Journal Agricultural Economics**, p. 373-379, May 1983.

DALMACIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, FURB, Blumenau, v. 5, n.3, p. 06-23, jul./set., 2009.

FELTHAM, G. A.; XIE, J. Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. **The Accounting Review**, v. 69, n.3, p.429 – 453, 1994.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um estudo empírico em empresas latino – americanas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE

PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006. CD – ROM.

GOMEZ-MEJIA, L. R. Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance. **Strategic Management Journal**, Vol. 13, 381-39, 1992.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. 5th Ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2003.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. São Paulo: Makron Books, 2000.

GUPTA, N. Some alternative definitions of size. **The academy of management journal**, v. 23, n. 4, p. 759-766, 1980.

HALL, B. H. The relationship between firm size and firm growth in the U.S. manufacturing sector. **The Journal of Industrial Economics**, v. 35, n. 4, p. 583 -606, 1987.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Sarasota, 13 p. 365-383, 1999.

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

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225- 264, 1990.

KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. **Journal of Political Economy**, 102, 510, 1994.

KRONMEYER FILHO, O. R.; KLIEMANN NETO, F. J.. A gestão dos horizontes de curto, médio e longo prazo no processo de desdobramento e gestão da estratégia: Uma abordagem integradora. XXV ENEGEP Porto Alegre, RS, Brasil, 29 de Outubro a 01 de Novembro de 2005.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n.32, p. 3 – 87, 2001.

LEWELLEN, W. et al.. Executive Compensation and the Performance of the Firm. **Managerial and Decision Economics**. v. 13, p. 65-74, 1992.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 108f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LINS, J. Remuneração variável, alavanca para o crescimento. **Revista CEO Brasil**, PriceWater House e Coopers, ano 2. n. 8, 2006.

MEHRAN, H. ,TRACY, J. The effect of employee stock options on the evolution of compensation in the 1990s. **Economic Policy Review**, v. 7, n. 3, Dec. 2001.

MELUMAD, N.; MOOKHERJEE, D.; REICHELSTEIN, Stefan. A theory of responsibility centers. **Journal of Accounting and Economics**, n.15, p. 445 – 484, 1992.

MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A.; ZHENG, L. Disciplinary constraints on the advancement of knowledge: the case of organizational incentive systems. **Accounting, Organizations and Society**, n. 28, p. 251 – 286, 2003.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, p11–42, 1985.

MURPHY, K. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**. Orley Ashenfelter and Davids Card, eds. North Holland, p. 2485-2563, 1999.

PLOTHOW, C. B. A.. Fatores contingências a estratégia de remuneração da força de vendas. 2006. (Dissertação apresentada ao departamento de Administração da FEA- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP – Universidade de São Paulo). São Paulo.

PUKTHUANTHONG, K.; TALMOR, E.; WALLACE, J. S. Corporate governance and theories of executive pay. **Corporate Ownership & Control**, vol. 1, n. 2, winter, 2004.

ROSEN, S. Authority, control, and the distribution of earnings. **Bell Journal of Economics**, v.13, p. 311 – 323, 1982.

SCHIEHL, E.; MORISSETTE, R. Motivation, Measurement and Rewards from a Performance Evaluation Perspective. **RAC**, v. 4, n. 3, Set./Dez. 2000: 07-24.

SILVA, J. P. Análise Financeira das Empresas. 5ª Ed. Editora: Atlas. São Paulo. 2001.

SILVA, S. S.; MORAES JUNIO, V. F. Análise econômico-financeira dos índices de lucratividade ROA e ROE, baseado no modelo ROI. *Revista Dominium*. ano IV vol 2. mai/ago 2006.

VASSOLER, A. P. R. **Relação entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, Vitória, 2010. Disponível em: http://www.fucape.br/admin/upload/prod_cientifica/Dissertacao%20Andressa%20Passos%20Vassoler.pdf. Acesso em: 11 nov. 2011.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução a Econometria: Uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.