



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 15, n. 4, p. 07-30, out./dez., 2019

doi:10.4270/ruc.2019425

Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO**

### ***ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE AND COMPENSATION OF EXECUTIVES IN BRAZILIAN FAMILY AND NON-FAMILY COMPANIES IN THE CYCLIC AND NON-CYCLIC SEGMENTS***

### **DESEMPEÑO ECONÓMICO Y FINANCIERO Y COMPENSACIÓN DE EJECUTIVOS EN LAS EMPRESAS BRASILEÑAS DE FAMILIA Y NO FAMILIA EN LOS SEGMENTOS CÍCLICOS Y NO CÍCLICOS**

Recebido em: 25-04-2017  
Avaliado em: 14-04-2020  
Reformulado em: 04-05-2020  
Aceito para publicação em: 23-09-2020  
Publicado em: 31-12-2020  
Editor Responsável: Franciele Beck

**Thaísa Renata dos Santos<sup>1</sup>**

**Júlio Orestes da Silva<sup>2</sup>**

## **RESUMO**

Este artigo possui o objetivo de verificar a relação entre o desempenho econômico e financeiro e a remuneração concedida aos executivos nas empresas brasileiras familiares e não familiares de capital aberto pertencentes aos setores de consumo cíclico e não cíclico pela análise em amostras com predominância de empresas familiares. O procedimento metodológico empregado foi o método de análise de dados em painel com modelo econométrico de regressão múltipla, adicionado de dummy de controle familiar, por meio de dados obtidos junto à Economatica® no período de 2010 a 2015. Os resultados demonstraram que o controle, propriedade e gestão das empresas familiares têm influência negativa na remuneração concedida aos executivos da diretoria que compõem o conselho estatutário da empresa e também no desempenho econômico e financeiro para a remuneração dos executivos quando comparadas às empresas não familiares. A contribuição teórica e prática desta pesquisa é complementar a estudos anteriores que investigam a remuneração dos executivos em empresas familiares e não familiares. O que se identifica é que, por meio da Teoria da Agência, empresas familiares assumem comportamentos distintos em relação à remuneração dos executivos, assim como em relação ao desempenho econômico e financeiro para remuneração dos executivos, por incorrerem em menores custos de agência. A pesquisa contribui ao propor que a menor remuneração e o menor desempenho econômico-financeiro podem ser explicados pelo menor custo de agência e pelas características das empresas familiares, ou seja, controle centralizado na família e interesses que vão além dos aspectos econômico-financeiros: a tradição do negócio, objetivos não econômicos e em horizonte de longo prazo.

<sup>1</sup> Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Goiás (UFG); E-mail: [thaisarenatax10@gmail.com](mailto:thaisarenatax10@gmail.com)

<sup>2</sup> Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP); Professor da Universidade Federal de Goiás (UFG); E-mail: [orestesj@gmail.com](mailto:orestesj@gmail.com)

**Palavras-chave:** Remuneração de executivos; Indicadores financeiros; Empresas familiares; Empresas não familiares.

## ABSTRACT

This article aims to verify the relationship between economic and financial performance and the remuneration granted to executives in public and non-family owned Brazilian companies belonging to the sectors of cyclical and non-cyclical consumption by analyzing samples with predominance of family businesses. The methodological procedure used was the panel data analysis method with a multiple regression econometric model, plus family control dummy, using data obtained from Economatica® in the period from 2010 to 2015. The results showed that the control, ownership and management of family businesses have a negative influence on the remuneration granted to executives of the board of statutory of the company and on the economic and financial support for executive compensation when compared to non-family companies. The theoretical and practical contribution of this research is complementary to previous studies investigating the remuneration of executives in family and non-family businesses. What identified is that, through the Agency Theory, family companies assume different behaviors in relation to executive compensation, as well as in relation to economic and financial performance support for executive compensation, because they incur lower agency costs. The research contributes by proposing that the lower remuneration and the lower economic-financial performance can be explained by the lower agency costs and the characteristics of family businesses, that is, centralized control in the family and interests that go beyond the economic-financial aspects: the tradition of the business, non-economic and long-term objectives.

**Keywords:** Executive Remuneration; Financial Indicators; Family Businesses; Non-Family Businesses.

## RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo verificar la relación entre el desempeño económico-financiero y la remuneración otorgada a los ejecutivos de empresas públicas brasileñas familiares y no familiares pertenecientes a los sectores de consumo cíclico y no cíclico mediante el análisis de muestras con predominio de empresas familiares. El procedimiento metodológico utilizado fue el método de análisis de datos de panel con un modelo econométrico de regresión múltiple, además de un maniquí de control familiar, utilizando datos obtenidos de Economatica® en el período de 2010 a 2015. Los resultados mostraron que el control, la propiedad y la gestión de las empresas familiares influyen negativamente en la remuneración concedida a los ejecutivos del consejo estatutario de la empresa y también en los resultados económicos y financieros apoyo económico y financiero para compensación ejecutiva más bajo en comparación con las empresas no familiares. La contribución teórica y práctica de esta investigación es complementaria a estudios previos que investigan la remuneración de los ejecutivos en empresas familiares y no familiares. Lo que se identifica es que, a través de la Teoría de la Agencia, las empresas familiares asumen diferentes comportamientos en relación con la remuneración ejecutiva, así como en relación con el desempeño económico y financiero apoyo económico y financiero para compensación ejecutiva, ya que incurren en costos de agencia más bajos. La investigación contribuye al proponer que la menor remuneración y el menor desempeño económico-financiero pueden explicarse por el menor costo de la agencia y las características de las empresas familiares, es decir, el control centralizado en la familia y los intereses que van más allá de los aspectos económicos y financieros: tradición empresarial, objetivos no económicos y a largo plazo

**Palabras-clave:** Remuneración de ejecutivos; Indicadores Financieros; Empresas familiares; Empresas no familiares.

## 1 INTRODUÇÃO

Um tema que desperta interesse tanto no ambiente organizacional quanto na academia é a remuneração de executivos e a sua relação com o desempenho das organizações visando alinhar interesses e minimizar os problemas de agência (Murphy, 1999). Em âmbito internacional as pesquisas relacionadas à remuneração são mais representativas quando comparadas ao âmbito nacional, o que pode ser explicado pela existência de mercados de capitais mais desenvolvidos, facilitando o acesso às informações (Vasconcelos & Monte, 2013).

No Brasil as pesquisas relacionadas à remuneração dos executivos ainda são recentes, pois os dados referentes à remuneração dos executivos começaram a ser divulgados em 2009, por meio do Formulário de Referência instituído pela CVM (Silva, 2010). Há estudos em âmbito nacional que apontam a relação da remuneração de executivos com algumas temáticas e as principais discussões giram em torno dos aspectos ligados à evidência e composição da remuneração, principalmente em organizações não familiares (Vasconcelos & Monte, 2013; Krautter, 2013; Krautter, 2009; Beuren, Silva & Mazzioni, 2014; Nascimento, Barbosa Neto, Cunha & Dias, 2013; Beuren, Politelo & Martins, 2013). Estudos sobre remuneração dos executivos em empresas familiares apontam que o controle familiar afeta a remuneração dos executivos (Silva, 2015; Santos & Silva, 2018). Além disso, pesquisas indicam que as empresas familiares também apresentam desempenho inferior ao das não familiares (Beuren, Politelo & Martins, 2013; Shyu, 2011). Na literatura nacional nota-se, porém, uma lacuna quanto à influência da família na relação entre o desempenho econômico e financeiro para a remuneração dos executivos das empresas familiares *versus* empresas não familiares em amostras com predominância de empresas familiares. Destaque-se que as empresas familiares comumente apresentam objetivos convergentes aos interesses da família, e compreendem principalmente a continuidade da empresa e a maximização de seu valor a longo prazo (Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang & Chrisman, 2013). Além disso, as empresas familiares possuem uma função importante na economia, contribuindo de forma relevante para a geração de riqueza nos países (Silva, Souza & Klann, 2016).

No Brasil, um país considerado emergente, as empresas familiares atuam de forma predominante na economia e possuem características particulares em sua forma de gestão (Silva & Majluf, 2008). Em âmbito nacional, as empresas familiares de capital aberto representam cerca de 47% do total de todas as empresas listadas na B3 (Fasolin & Klann, 2015). Segundo Silva (2015) as características que diferenciam uma empresa considerada familiar de uma empresa não familiar são fatores como origem, história da família fundadora, objetivos e planos que são mantidos conforme as perspectivas dos membros familiares em torno da perpetuação e continuidade da organização. Nesse sentido, a remuneração concedida aos executivos pode afetar os resultados organizacionais, partindo primeiramente da interação do executivo com os objetivos estratégicos, influenciando o desempenho econômico e financeiro das empresas (Wowak & Hambrick, 2010). Ou seja, a remuneração variável pode atuar como incentivo, ao motivar os gestores a tomar decisões organizacionais que visam aumentar o valor para o acionista ou o valor da empresa, contribuindo para o avanço na consecução dos objetivos da organização (Fridman & Jenter, 2010).

Nesse contexto as empresas familiares são consideradas empresas em que os objetivos organizacionais são delineados a partir dos anseios da família, conduzindo à criação de uma riqueza socioemocional, relacionada à preservação dos valores da família, como a harmonia familiar e a reputação, o que tende a indicar que essas características predominantes neste tipo específico de organização podem influenciar a remuneração (montante, remuneração total ou variável) dos executivos (Gomez-Mejia, Haynes, Núñez-Nicke, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007) e o desempenho econômico e financeiro (Beuren, Politelo & Martins, 2013; Shyu, 2011), tendo em vista que tanto a remuneração dos executivos quanto o desempenho econômico e financeiro são consideradas variáveis interdependentes para a maximização e perpetuidade das empresas (Lee & Isa, 2015). Portanto, este estudo procura responder a seguinte questão: Qual a relação entre o desempenho

econômico e financeiro e a remuneração de executivos nas empresas brasileiras familiares e não familiares? Assim, o objetivo deste trabalho consiste em verificar a relação entre o desempenho econômico e financeiro e a remuneração dos executivos nas empresas brasileiras familiares e não familiares. Para tal, utilizaram-se dados das empresas de capital aberto brasileiras pertencentes aos setores de consumo cíclico e não cíclico, referente ao período de 2010 a 2015.

Ressalte-se que o setor de consumo cíclico foi adotado em virtude de ser o setor da BM&FBovespa que possui o maior número de segmentos (Cunha & Politelo, 2013) e também o setor de consumo cíclico é representado com maior porcentagem de empresas que se caracterizam como familiares (Beuren, Politelo, & Martins, 2013). Além disso, os setores de consumo cíclico e não cíclico são considerados relevantes para o mercado de capitais, tendo em vista que a Bolsa de valores B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) criou o índice de consumo (ICON), que mensura o comportamento das ações representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico (Degenhart, Kaveski, Fank, & Scarpin, 2016).

Há estudos em âmbito internacional que verificaram a relação entre a remuneração de executivos e o desempenho econômico e financeiro das empresas familiares *versus* as empresas não familiares (Silva & Majluf, 2008; Minichilli, Corbetta, & MacMillan, 2010; Mazzi, 2011; Speckbacher & Wentges, 2012; Barbera & Moores, 2013; Chrisman, Devaraj & Patel, 2017), tornando-se oportuna a investigação em outros cenários econômicos, como o caso das empresas familiares e não familiares no Brasil, um mercado emergente, contribuindo para o aprofundamento do tema.

Assim, acredita-se que a contribuição teórica desta pesquisa esteja em evidenciar conforme a premissa da Teoria da Agência, de separação do controle e da propriedade, de que nas empresas familiares a gestão e a propriedade tendem a coincidir, pelo menos em parte, o que tende a diminuir os custos de agência e monitoramento, indicando que a necessidade de remuneração aos executivos ocorra em menor proporção do que nas empresas não familiares.

Ressalta-se que a configuração em que os problemas de agência tradicionais podem ser mais presentes, o campo de investigação das empresas familiares permite explorar como o desempenho pode ser impactado por objetivos normalmente atrelados a resultados de longo prazo, assim como a necessidade de remunerar em menor proporção quando comparadas às empresas não familiares. Nesse sentido, como os objetivos da família se sustentam além dos objetivos econômicos para o negócio, a relevância aos objetivos não econômicos, como as relações de confiança, reputação e a imagem da organização, podem indicar a influência da família na remuneração dos executivos e no desempenho econômico e financeiro da empresa, mensurado pelos retornos de recursos e capital investido.

Como contribuições práticas, os achados podem gerar indicações do comportamento da remuneração e do desempenho nas empresas familiares quando comparadas às não familiares. Assim, permitindo que as empresas possam considerar esses achados tanto na construção dos planos empresariais, como no desenvolvimento de mecanismos que liguem resultados a incentivos, e permitam compartilhar objetivos com executivos familiares e/ou não familiares.

Este artigo está estruturado em cinco sessões, iniciando com esta introdução. Em seguida apresenta-se a fundamentação teórica, com destaque à remuneração de executivos e o desempenho econômico e financeiro, assim como as características da empresa familiar. Na sequência, abordam-se o método e os procedimentos de pesquisa, quais sejam, as análises estatísticas e quantitativas dos modelos de regressão. Posteriormente são apresentados os resultados de pesquisa e, por último, as considerações finais do estudo e as referências.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Empresas Familiares

Nota-se entre os pesquisadores um desafio constante com relação à definição do que representa uma empresa considerada familiar (Chrisman, Devaraj & Patel, 2017). No esforço de esclarecer esse questionamento, a literatura ressalta que existem características peculiares e predominantes neste tipo de organização, caracterizada pela presença da família na empresa. Nesse sentido, uma empresa tende a ser considerada familiar por ter sua administração sob as propriedades da família e, mesmo que não existam representantes familiares na gestão, a família influencia os objetivos e a missão da empresa com base em seus interesses (Petry & Nascimento, 2009). Além disso, nas empresas consideradas familiares a influência de membros na família no controle da empresa é predominante, moldando a organização com valores e objetivos em torno da manutenção da riqueza para a família e a sucessão familiar (Barbera & Moores, 2013; Chrisman, Chua, Pearson, & Barnett, 2012).

Quando a influência da família é predominante em termos de controle, propriedade e gestão a tendência é que exista também de forma proeminente a preservação da riqueza socioemocional (Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang & Chrisman, 2013). Gomez-Mejia, Haynes, Núñez-Nicke, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007) afirmam que a criação da riqueza socioemocional envolve a preservação dos valores da família, harmonia, capital social, reputação e a capacidade de se comportar de forma generosa para com seus membros que estão na gestão da organização.

Silva (2015) também afirma que no ambiente organizacional das empresas familiares, a confiança é essencial e, juntamente com o objetivo dos proprietários, busca-se preservar a imagem e desempenho da organização. A gestão da maioria das empresas familiares é composta em parte ou totalmente por membros fundadores (Speckbacher & Wentges, 2012). Além disso, as dimensões que permeiam o ambiente organizacional, como a experiência e a cultura tendem a ser diferentes nas empresas familiares (Mazzi, 2011). Segundo o autor a dimensão experiência é observada pelas sucessões ocorridas entre os membros da família na gestão, enquanto a cultura organizacional ressalta a preservação da riqueza socioemocional, representada pelo valor afetivo dos membros da família em relação à empresa.

Ressalte-se que outra característica predominante das empresas familiares é o grau de dependência a um único indivíduo, o proprietário gerente. Ou seja, as empresas familiares tendem a ser organizações centralizadoras, nas quais as decisões dependem do proprietário gerente, que pertence à família, denotando autonomia e sistemas de gestão mais centralizados entre os membros da família na empresa (Feltham, Feltham & Barnett, 2005).

Assumindo que a Teoria da Agência possui como premissa a separação entre a propriedade e a gestão por meio do compartilhamento de interesses (Jensen & Meckling, 2008), pesquisas afirmam que nas empresas familiares os custos de agência são menores (Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003; Silva, 2015), o que influencia a remuneração despendida aos executivos que compõem a diretoria estatutária, fornecida em prol do alinhamento de interesses para o desempenho da empresa (Chrisman, Chua, Pearson & Barnett, 2012). Portanto, quando prevalece a influência da família em termos de controle, propriedade e gestão, a tendência é que, para a preservação da riqueza socioemocional, a remuneração por incentivo, concedida aos executivos não familiares pode ser influenciada em prol dos interesses da família, pois o controle é mais natural e implícito (Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang & Chrisman, 2013; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana & Makri, 2003).

### 2.2 Remuneração de Executivos

A remuneração pode ser definida como a recompensa monetária fornecida pela organização conforme o desempenho profissional dos indivíduos que a mesma possui à disposição (Baker, Jensen

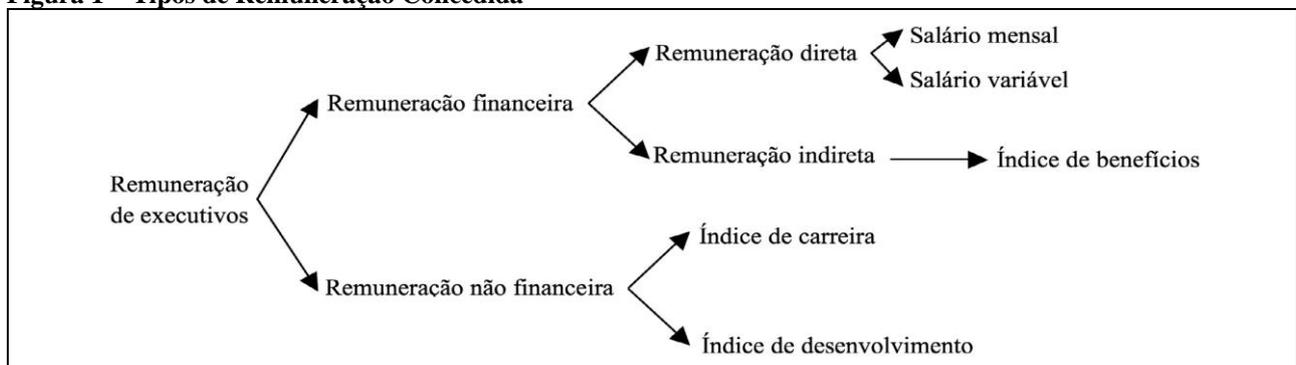
& Murphy, 1988). Remuneração, salário ou compensação podem ser nomenclaturas atribuídas pela empresa para retribuir o trabalho dos indivíduos à disposição conforme o vínculo profissional (Murphy, 2012). Ressalte-se que a remuneração é a contrapartida econômica e financeira caracterizada como um dos mecanismos mais importantes e também mais complexos da administração de Recursos Humanos (Krauter, 2009).

De todas as atribuições designadas aos recursos humanos de qualquer organização, a remuneração é uma das variáveis mais relevantes para atribuição de promoção e eficiência na empresa, e podem influenciar o comportamento dos executivos com o objetivo de alcançar os interesses da empresa (Chênevert & Tremblay, 2009; Krauter, 2009).

Assim, para o alcance dos objetivos da empresa, a remuneração pode ser segregada de diversas formas. Segundo Murphy (1999) os principais componentes que envolvem a remuneração podem ser (i) salário fixo; (ii) bônus variável; (iii) salário acrescido de bônus; (iv) opção por participação em ações; (v) benefícios indiretos; e (vi) planos de poupança, e que, portanto, a soma de todas essas variáveis ou parte delas pode ser definida como a remuneração total a ser recebida. Os executivos também tendem a receber remuneração segregada em alguns componentes, objetivando primordialmente atrair, reter e motivar diversos setores da empresa e, em consequência, almejando eficiência e sucesso dos negócios (Murphy, 2012).

Para Murphy (2012) muitas dessas formas de remuneração tendem a depender do desempenho do executivo ou até mesmo do desempenho do ambiente no qual ele está inserido e, ainda, da situação intemporal para a concessão da remuneração, que pode incorrer em um horizonte de curto ou longo prazo. A Figura 1 demonstra os tipos de remuneração que podem ser atribuídas ao executivo ser atribuídas ao executivo.

**Figura 1 – Tipos de Remuneração Concedida**



Fonte: Krautter, 2013.

Nota-se na Figura 1 que os executivos tendem a receber a remuneração de por meio uma variedade de formas. A remuneração concedida aos executivos pode ser segregada em remuneração financeira, contemplando salário mensal, salário variável e benefícios (Krauter, 2013). Além disso, Krauter (2013) afirma que os executivos também podem receber remuneração não financeira, que é atribuída por meio de medidas não financeiras relacionadas à evolução de carreira e desenvolvimento profissional do executivo.

A remuneração financeira pode ser definida como o montante monetário despendido ao empregado, sendo a forma mais comum (Farrell, Kadous & Towry, 2008), enquanto a remuneração financeira concedida a tais executivos pode ser segregada em (i) salário mensal e (ii) salário variável (Beuren, Silva & Mazzioni, 2014). Ressalte-se que a remuneração variável complementa o salário mensal como, por exemplo, os incentivos por desempenho, uma forma de induzir a eficiência do executivo para o contexto dos interesses dos proprietários, auxiliando-os no alinhamento desses interesses e atuando como uma alavanca de resultados (Beuren, Silva & Mazzioni, 2014). Além disso, a remuneração variável pode ser definida como o valor monetário recebido mediante o alcance de

determinados objetivos previamente estabelecidos em contrato entre executivo e proprietário (Krautter, 2009).

A remuneração não financeira corresponde a medidas não financeiras que na prática não envolvem transferência direta de valores monetários ou equivalentes para o indivíduo e estão relacionadas à evolução pessoal e profissional do executivo no ambiente organizacional em que ele está inserido (Krautter, 2013). As medidas não financeiras são aspectos relacionados à carreira e ao desenvolvimento da profissão como, por exemplo, treinamentos e aprendizagem contínua por meio do desenvolvimento contínuo de competências empresariais e humanas consideradas primordiais para o negócio (Krautter, 2013; Mathauer & Imhoff, 2006).

Jensen e Meckling (2008) afirmam que os aspectos normativos que sustentam a relação que envolve executivos e donos de empresa está embasada na Teoria da Agência, na qual a relação de agência é definida como um contrato no qual o contratante (principal) efetua a contratação de uma pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que resulte na delegação de algum poder de decisão. O principal, portanto, pode determinar pacotes de remuneração, visando alinhar seus interesses (Buck, Liu & Skovoroda, 2008) e incorrendo em custos de monitoramento com objetivo de reduzir as atividades irregulares do agente e a assimetria informacional (Jensen & Meckling, 2008)

Nesse sentido, para diminuir os problemas de agência é preciso buscar, por meio de contrato entre gestores e acionistas, o alinhamento de interesses, para que a satisfação de ambos e seus objetivos com relação aos ganhos sejam solucionados, ou seja, oferecer incentivos aos gestores de modo que estes aumentem o valor da empresa para os acionistas (Jensen & Murphy, 1990). Além disso, o estabelecimento de contrato permite ao principal o compartilhamento de riscos, acompanhar, monitorar, promover o controle e tentar reduzir as atividades irregulares do agente (Jensen & Meckling, 2008). Ressalte-se que não existe um contrato ideal ou perfeito para essa relação, pois, segundo Jensen e Meckling (2008), tendo em vista que a pretensão dos envolvidos (principal e agente) seja a maximização de suas utilidades pessoais, existem razões para acreditar que o agente tende a não agir de acordo com o interesse do principal.

Nas empresas familiares, pesquisas sugerem que os problemas de agência tendem a ser menos predominantes, pois a gestão e a propriedade podem coincidir, pelo menos em parte, o que levaria ao menor uso de incentivos para o alinhamento de interesses, visto que o controle pode ser mais natural e implícito (Gomez-Mejia; Larraza-Kintana; Makri, 2003). Neste sentido, a presença da família na estrutura de controle, propriedade e gestão induz a empresa a alcançar, além dos objetivos econômicos, como a manutenção de riqueza no seio da família, objetivos não econômicos centrados nos interesses da família, como a perpetuidade da propriedade entre seus membros e a preservação da riqueza socioemocional, harmonia e reputação no contexto da empresa, diferentemente do que ocorre em empresas não familiares (Santos & Silva, 2018; Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007; Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang & Chrisman, 2013). Portanto, em empresas familiares, o planejamento, a gestão e inclusive a remuneração dos seus executivos tendem a ser distintos se comparados aos das empresas não familiares (Santos & Silva, 2018; Speckbacher & Wentges, 2012). Diante dessas considerações apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

*H<sub>1</sub> – As empresas familiares tendem a remunerar menos os executivos do que as empresas não familiares.*

### **2.3 Desempenho Econômico e Financeiro**

Se uma organização investe recursos, sejam próprios ou de terceiros – por intermédio dos usuários internos ou externos – espera-se um retorno maior do que o custo do capital investido, e uma das formas mais comuns de mensurar este retorno é a utilização dos indicadores de desempenho (Schnorrenberger, da Costa Borba, Gasparetto & Lunkes, 2013). Segundo Braga, Nossa e Marques (2004) os indicadores desejáveis estão relacionados aos atributos de desempenho relevantes que serão

DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO

adotados como referência de avaliação. Nesse sentido, o desempenho econômico pode ser mensurado por meio da análise de alguns indicadores conforme a Tabela 1.

**Tabela 1 – Indicadores de Desempenho Econômico e Financeiro**

<b>Indicador</b>	<b>Descrição</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Fonte Científica</b>
ROA	Indicador de retorno sobre o ativo, que possui a função de evidenciar quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada unidade monetária investida através de recursos próprios e de terceiros no ativo da empresa.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Braga, Nossa e Marques (2004); Conyon, Peck e Sadler, (2001); Core, Holthausen e Larcker, (1999); Matarazzo e Pestana (2010); Gomez-Mejia, Larrazo-Kintana e Makri, (2003); Nascimento, Barbosa Neto e Cunha (2013).
ROE	Indicador de retorno sobre o patrimônio líquido, que demonstra o resultado econômico da empresa em relação ao capital dos proprietários e mensura quanto é o retorno para os proprietários (acionistas), para cada unidade monetária de recursos próprios por meio do Patrimônio Líquido (PL) investido na empresa.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Braga, Nossa e Marques (2004); Neto e Lima (2009); Mehran (1995); Gong, Li e Shin (2011).
MOP	A Margem operacional é a medida da eficiência na administração dos custos e despesas da organização, e sua métrica se baseia na divisão do resultado operacional pela receita líquida, revelando o percentual de lucro em decorrência das atividades operacionais da empresa.	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$	Kato (1997); Salancik e Pfeffer (1980); Gitman (2001).

Fonte: Dados da pesquisa

Ressalte-se que quando se pretende mensurar desempenho da empresa para remuneração dos executivos, um dos indicadores utilizados é o retorno sobre os ativos da empresa, especialmente porque quando se remunera um executivo o retorno esperado é inclusive a maximização dos resultados, através dos seus bens e direitos (Conyon, Peck & Sadler, 2001). Além disso, Core, Holthausen e Larcker (1999) afirmam que os resultados dos modelos de agência convencionais sugerem que o nível de remuneração é uma função crescente do desempenho da empresa.

Nas empresas consideradas familiares, o desempenho econômico e a produção tendem a ser diferentes se comparados ao das empresas não familiares referente a atividades econômicas homogêneas (Barbera & Moores, 2011). O fato pode ser justificado pela existência de características predominantes nas empresas familiares como confiança, reputação e imagem da organização, fatores substitutos a simplesmente os resultados econômicos e financeiros, o que tende a influenciar além das pretensões econômicas os resultados não econômicos (Minichilli, Coberta & Macmillan, 2010). Nesse sentido, fatores como objetivos não econômicos, com um completo conjunto de metas voltadas para os negócios da família pode influenciar o desempenho da empresa (Mazzi, 2011) e consequentemente influenciar a remuneração dos executivos

Dessa forma, as empresas familiares e não familiares precisam alinhar os interesses tanto do proprietário quanto dos agentes à disposição, pois as empresas familiares podem possuir menor desempenho econômico devido a problemas adversos de seleção e atribuições de funções conflitantes aos interesses dos membros da família na gestão, o que tende a ser minimizado pelo fornecimento de incentivos em prol da maximização dos resultados e do desempenho da empresa (Chrisman, Devaraj & Patel, 2017).

Ressalte-se que as empresas familiares tendem a apresentar desempenho inferior às empresas não familiares em decorrência de heterogeneidade na forma de gestão (Chua, Chrisman, Steier & Rau, 2012). O melhor desempenho econômico e financeiro não indica necessariamente uma efetiva participação da família na empresa, devido à propensão da gestão familiar à alta remuneração dos membros da família, à preferência de nomeação de familiares para cargos mais qualificados e à

descapitalização da empresa em prol de interesses privados da família (Beuren, Politelo & Martins, 2013). Nas empresas familiares, especificamente referente à política de investimentos, a relação entre a remuneração variável dos executivos e o crescimento dos ativos fixos mostra-se negativa, o que indica uma compreensão particular da administração dos gestores com a finalidade de alcançar objetivos corporativos (Beuren, Pamplona & Leite, 2020).

Além disso, quando existe a influência da família de forma predominante na empresa o desempenho econômico e financeiro pode ser influenciado de forma negativa e significativa indicando um monitoramento gerencial em menor proporção nas empresas familiares (Shyu, 2011), ou mesmo, que os objetivos tendem a estar direcionados ao longo prazo, para permitir que as empresas mantenham seus negócios nas mãos da família. Assim, a Teoria da Agência contribui para o objetivo da empresa com relação às informações gerenciais, pois a informação possui custo e pode ser utilizada para controlar o oportunismo de agentes (Eisenhardt, 1989). Nesse sentido, uma das premissas da agência é que as informações relativas ao desempenho, considerado um sistema de informação, podem ser utilizadas para controle do oportunismo dos agentes, indicando uma relação negativa entre o desempenho econômico e financeiro para remuneração de executivos (Eisenhardt, 1989) em empresas com características peculiares e centralizadas como as empresas familiares (Feltham, Feltham & Barnett, 2005). A partir desta discussão, define-se a segunda hipótese de pesquisa:

*H<sub>2</sub> – Empresas familiares tendem a apresentar menor desempenho econômico e financeiro para remuneração dos executivos do que as empresas não familiares.*

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Este estudo se classifica como um estudo descritivo, pois apresenta as características da remuneração despendida aos executivos e o desempenho econômico e financeiro das companhias constantes na amostra e sua relação com a propriedade familiar. Quanto aos procedimentos técnicos, trata-se de uma pesquisa documental, com informações publicadas e disponíveis na base de dados da Economatica® e do formulário de referência dessas organizações. Por fim, quanto à abordagem, caracteriza-se como um estudo quantitativo, pois os dados foram quantificados e analisados através de um modelo de regressão linear múltipla.

#### **3.1 População, Amostra e Dados Coletados**

A população da pesquisa compreendeu as empresas brasileiras de capital aberto, familiares e não familiares, dos segmentos de consumo cíclico e não cíclico, listadas na B3 com demonstrações financeiras publicadas durante os anos de 2010 a 2015, e cujas informações estão contidas na Base de dados do SinC (Sistemas de Informações Corporativas). No total, 37 empresas atenderam a esse critério.

A coleta de dados e a análise de conteúdo são derivadas das informações contidas no item 13.2, do formulário de referência, instituído pela instrução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). A escolha do item 13.2, do Formulário de Referência, se deve ao fato de que, de acordo com a Instrução Normativa 480/2009 a CVM descreve a remuneração dos executivos, dispostos em uma tabela, contendo a remuneração fixa (salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês, outros) e variável (bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e opções de ações).

As empresas que compõem a amostra foram classificadas entre familiares e não familiares. Para esta classificação foram adotados os critérios utilizados por Ramalho e Martinez (2014) e por Silva, Souza e Klann (2016) pautados no controle, propriedade e gestão das empresas. De acordo com Ramalho e Martinez (2014) e Silva, Souza e Klann (2016), pode-se verificar o controle pelo percentual de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores. A propriedade familiar foi considerada no caso de os membros familiares possuírem mais que 5% das ações ordinárias (Santos

& Silva, 2018) e a presença da família na gestão foi considerada por meio da presença de seus membros no conselho de administração, conforme Ramalho e Martinez (2014) e Silva, Souza e Klann (2016). Ressalte-se que para este estudo a empresa foi considerada familiar apenas com presença da família no controle, propriedade e gestão de forma simultânea (Santos & Silva, 2018).

**Tabela 2 - Variáveis de Classificação Empresas Familiares.**

Variáveis	Medida	Descrição	Fonte
COM	Controle	Maior percentual de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores.	Ramalho e Martinez (2014); Silva, Souza e Klann (2016).
AON	Propriedade	A propriedade familiar foi considerada no caso de o acionista possuir pelo menos 5% das ações ordinárias.	Ramalho e Martinez (2014); Silva, Souza e Klann (2016); Santos e Silva (2018).
IA	Gestão	Algum membro familiar faz parte do Conselho de Administração.	Ramalho e Martinez (2014); Silva, Souza e Klann (2016).

Fonte. Elaborado pelos autores.

A partir da consulta ao formulário de referência e aos dados disponíveis na Economatica® de cada uma das empresas disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CMV), foi possível verificar cada uma dessas informações. A Tabela 3 apresenta a quantidade de empresas familiares e não familiares classificadas por setor de atuação na B3.

**Tabela 3 - Empresas familiares e não familiares classificadas por setor de atuação.**

	Cíclico	%	Não Cíclico	%	Total	%
Empresas Familiares	15	62%	5	38%	20	54%
Empresas Não Familiares	9	38%	8	62%	17	46%
Total Amostra	24	100%	13	100%	37	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 3, das 37 empresas que compõe a amostra, 20 foram classificadas como empresas familiares e 17, como empresas não familiares. Em seguida, o segmento de consumo cíclico apresentou 64% do total de empresas da amostra, enquanto o segmento não cíclico representa 36% do total de empresas. Além disso, nota-se que o quantitativo de empresas familiares no segmento cíclico é maior do que das empresas familiares. Em contrapartida, no setor não cíclico predomina em quantitativo as empresas não familiares brasileiras.

### 3.2 Variáveis e Modelo da Pesquisa

As hipóteses deste estudo são que as empresas familiares (i) tendem a remunerar menos os executivos, se comparado as empresas não familiares e também (ii) tendem a apresentar menor desempenho econômico e financeiro do que as empresas não familiares e, para verificá-las, as variáveis consideradas na pesquisa estão representadas na Tabela 4.

Ressalte-se que, conforme evidenciado na Tabela 4, a variável dependente é numérica e corresponde à remuneração total média (total da remuneração dividido pelo número de executivos do ano ao erário) despendida pela empresa. Além disso, foi utilizada também como variável dependente a proporção (%) da remuneração variável. As variáveis independentes e de controle foram determinadas a partir de estudos empíricos sobre a remuneração dos executivos. A variável independente que caracteriza a empresa familiar (EF) é obtida pela segregação das empresas familiares e não familiares com a aplicação da variável *dummy*, em que se atribui valor 1 para empresa familiar (EF) e 0 para empresa não familiar. Portanto, o objetivo deste modelo é verificar a influência da família na remuneração total e na proporção da remuneração variável fornecidas aos executivos da diretoria estatutária das empresas familiares, em comparação às empresas não familiares.

Além disso, quando um fenômeno pode sofrer influência de diversos fatores distintos, e não sendo possível analisá-los todos em um mesmo experimento, faz-se necessária a utilização de uma variável de controle com intuito de minimizar as possibilidades de que esses demais fatores interfiram

na análise da relação entre as variáveis (Fávero & Belfiore, 2017). Portanto, o tamanho da empresa foi escolhido como variável de controle por, possivelmente, exercer influência sobre as variáveis dependentes e independentes (Santos & Silva, 2018).

**Tabela 4– Resumo das Variáveis do modelo**

Var.	Medida	Fonte Operacional	Cálculo	Sinal Esp.	Fonte Científica
<i>Variável Dependente</i>					
<i>RTM</i>	Remuneração Total Média	Item 13.2 Formulário de Referência	$Remuneração\ Fixa \pm Remuneração\ Variável$	NA	Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007); Krautter (2009) Krautter (2013).
<i>PRV</i>	Proporção remuneração variável	Item 13.2 Formulário de Referência	$\frac{Remuneração\ Variável}{Remuneração\ Total}$	NA	Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes, (2007); Krautter (2009) Krautter (2013).
<i>Variáveis Independentes</i>					
<i>EF</i>	Empresa Familiar	Formulário de Referência	1 Familiar 0 Ñ Familiar	(-)	Ramalho e Martinez (2014); Silva, Souza e Klan (2016); Santos e Silva (2018).
<i>ROA</i>	Retorno sobre Ativo	Economatica	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total}$	(-)	Braga, Nossa e Marques (2004); Matarazzo e Pestana (2010)
<i>ROE</i>	Retorno sobre PL	Economatica	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido}$	(-)	Braga, Nossa e Marques (2004); Neto e Lima (2009).
<i>MOP</i>	Margem Operacional	Economatica	$\frac{Resultado\ Operacional}{Receita\ Líquida}$	(-)	Gitman (2001); Salancik e Pfeffer (1980).
<i>Variáveis de Controle</i>					
<i>TAM</i>	Tamanho da Organização	Economatica	Ativo Total	(+)	Krauter (2013); Mehran, (1995).

Nota: NA, não aplicável

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ressalte-se que para análise dos dados foi utilizado o modelo de regressão múltipla de dados em painel balanceado, contendo todas as informações para os anos e respectivas variáveis analisadas na amostra. Os modelos utilizados para analisar a influência do controle familiar na remuneração dos executivos foram dados pela seguinte equação:

$$RTM_{ij} = \beta_0 + \beta_1 EF_{ij} + \beta_2 ROA_{ij} + \beta_3 ROE_{ij} + \beta_4 MOP_{ij} + \beta_5 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

$$PRV_{ij} = \beta_0 EF_{ij} + \beta_2 ROA_{ij} + \beta_3 ROE_{ij} + \beta_4 MOP_{ij} + \beta_5 TAM_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

Além disso, os modelos econométricos para verificar a influência da família na relação entre o desempenho econômico e financeiro da empresa e a remuneração dos executivos adicionam ao modelo principal o termo de interação entre a variável dicotômica de indicador de avaliação de desempenho da empresa e a *dummy* de empresa familiar. Esse modelo de interação possui a finalidade é de investigar se a presença da família na empresa exerce alguma influência no desempenho da empresa para o fornecimento de remuneração aos executivos das empresas familiares brasileiras. Este termo interativo é calculado pela multiplicação de seus componentes.

Assim, estes modelos de regressão assumem a seguinte forma:

$$RTM_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + (\beta_2^*) EF_{ij}^3 + \beta_3 ROA * EF_{ij} + \beta_4 ROE_{ij} + \beta_6 ROE * EF_{ij} + \beta_7 MOP_{ij} + \beta_9 MOP * EF_{ij} + Controles + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

$$PRV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{ij} + (\beta_2^*) EF_{ij} + \beta_3 ROA * EF_{ij} + \beta_4 ROE_{ij} + \beta_6 ROE * EF_{ij} + \beta_7 MOP_{ij} + \beta_9 MOP * EF_{ij} + Controles + \varepsilon_{ij} \quad (4)$$

em que  $RTM_{ij}$  = remuneração total dos executivos da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $PRV_{ij}$  = proporção da remuneração variável dos executivos da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $EF_{ij}$ : = *dummy*, em que  $EF = 1$  se a empresa for familiar; e  $EF = 0$  não familiar da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $ROA_{ij}$  = índice de rentabilidade calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo total sobre o ativo (ROA) da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $ROE_{ij}$  = índice de rentabilidade do patrimônio líquido calculado pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido (ROE) da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $MOP_{ij}$  = índice de margem operacional calculado pela divisão do lucro líquido pela receita líquida (MOP) da empresa  $i$  no tempo  $j$ ;  $TAM_{ij}$  = log Ativo Total (em reais) da empresa  $i$  no tempo  $j$ ; = intercepto;  $\beta_1 \dots \beta_5$  = constantes; e  $we_{ij}$  = erro da regressão;

Para definição de qual modelo seria o utilizado, foram realizados os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, descritos em Fávero e Belfiore (2017). Esses testes permitem identificar qual abordagem é a mais adequada. Para testar a autocorrelação foi utilizado o teste de Wooldridge. Para a análise de dados foi utilizado o *software Stata*® 13.0.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção apresenta a análise e interpretação dos resultados. Os resultados das estatísticas descritivas das variáveis de desempenho econômico e financeiro (ROA, ROE e MOP), remuneração da diretoria estatutária (RT e PRV) e variáveis de controle (TAM) da amostra estão apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 - Análise Descritiva da amostra com dados do período de 2010 a 2015.**

Variável	Obs.	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Empresas Familiares	Empresas ã Familiares
RTM	222	2.084.565	1.419.455	23.474	11.695.023	1.889.072	1.534.171	2.736.119
PRV	222	36,74	22,00	0,00	80,49	22,86	27,39	47,75
EF	222	54,05	1	0	1	0,499	20	17
ROA	222	0,0785	0,071	-0,537	0,473	0,090	0,073	0,084
ROE	222	0,46	0,123	-1,01	2,207	5,032	0,753	0,118
MOP	222	0,13	0,12	-0,14	0,441	0,090	0,108	0,157
TAM	222	20.032.752	3.326.833	178.747	589.826.413	72.410.672	26.884.227	11.972.996

RTM (ano e em milhares); TAM (total ativo em milhares).

Fonte: Dados da pesquisa.

Importante ressaltar, através dos dados apresentados na Tabela 5, que o valor máximo de remuneração total atribuída à diretoria estatutária refere-se à empresa CIA Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), caracterizada como uma empresa não familiar dentro do setor de consumo não cíclico. Em contrapartida, a menor remuneração concedida para a diretoria estatutária corresponde à empresa TECHNOS S.A, caracterizada também como uma empresa não familiar, mas do setor de consumo cíclico.

<sup>1</sup> A variável de empresa familiar (EF) encontra-se em evidencia e logo será estimada apenas em um único coeficiente.

A análise descritiva das variáveis de remuneração total (RT) e proporção de remuneração variável (PRV) pode ser verificada na Tabela 6, por meio da remuneração média recebida por executivo nas empresas familiares e não familiares dos segmentos de consumo cíclico e não cíclico correspondente ao período analisado.

**Tabela 6 - Análise da Remuneração Total e Proporção Variável por tipo de empresa e ano da amostra.**

Tipo	Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RTM	Familiares	259	252	326	339	338	437
	Não Familiares	358	336	323	354	545	532
PRV	Familiares	0,40	0,30	0,36	0,34	0,29	0,44
	Não Familiares	0,58	0,58	0,57	0,54	0,49	0,58

Fonte: Dados da Pesquisa.

RTM: Corresponde ao valor recebido por executivo e por ano da amostra, em unidade de milhar.

Pode-se observar que a maior remuneração total recebida (RTM) por executivo foi de \$ 545 mil reais no ano de 2014 para o conjunto de empresas não familiares, e a menor remuneração total recebida foi de \$ 252 mil reais para as empresas familiares no ano de 2011.

Na Tabela 5 verifica-se que durante o período analisado as empresas não familiares remuneraram mais seus executivos quando comparadas às empresas familiares. Ou seja, enquanto nas empresas familiares observou-se uma média de \$ 1.533.222 (milhões), nas empresas não familiares a remuneração foi em média \$ 2.723.335 (milhões), o que indica que as empresas familiares tendem a remunerar menos os executivos quando comparadas às empresas não familiares. Dessa forma, o teste de média se mostra adequado para confirmar essas informações.

Como premissa para utilização do teste de igualdade de médias, verificou-se a normalidade de cada variável por meio do Teste de normalidade Shapiro Wilk. A normalidade pode ser verificada (Apêndice A) em todas as variáveis deste estudo. Assim, a alternativa para aplicação do teste de média para dois grupos independentes é a utilização do teste paramétrico *t de Student*, pois segundo Fávero e Belfiore (2017) esse teste torna-se viável devido à existência de normalidade em todas as variáveis e aplicável para média com duas amostras independentes.

Dessa forma, por meio do teste de média *t de Student*, verificou-se se as empresas familiares remuneraram seus executivos em menor proporção do que as empresas não familiares da amostra. Para a análise, empregou-se o teste paramétrico, cujos resultados estão evidenciados na Tabela 7. Ressalte-se que para mensurar a remuneração, foram consideradas a remuneração total média (RTM), que corresponde ao valor recebido por executivo, e por ano da amostra e a proporção da remuneração variável (PRV) fornecida aos executivos das empresas familiares e não familiares, em unidade de milhar.

**Tabela 7 - Teste *t Student* para remuneração de executivos e segmentados por tipo de empresa**

Variável	Empresa Familiar			Empresa não Familiar			P-valor
	Obs.	Média	Desvio Padrão	Obs.	Média	Desvio Padrão	
RTM	120	1.534.171	110.134.5	102	2.736.119	229.829.3	0.0000
PRV	120	0.2739	0.0185	102	0.4775	0.0205	0.0000

Fonte: Dados da pesquisa

Na análise da remuneração total média (RTM) despendida aos executivos, nota-se que o nível de significância foi inferior a 0,05. Este resultado é estatisticamente significativo dado que o p-valor (=0,000) é menor do que 0,05. Portanto, rejeita-se a hipótese nula de que as médias são iguais entre os dois grupos, indicando haver diferenças significativas na remuneração total fornecida aos executivos das empresas familiares e não familiares da amostra. Da mesma forma, analisando a proporção da remuneração variável atribuída aos executivos, percebe-se que o nível de significância também foi inferior a 0,05, indicando também uma diferença significativa na proporção da

remuneração variável despendida aos executivos das empresas familiares, quando comparadas às empresas não familiares. Esses resultados evidenciam que tanto a remuneração total quanto a remuneração variável são diferentes nos dois grupos, indicando que as empresas familiares possuem critérios para atribuição de remuneração diferentes das empresas não familiares.

O teste de correlação de Spearman (Apêndice B) permite verificar as correlações encontradas entre as variáveis deste estudo. A variável dependente de remuneração total média dos executivos (RTM) apresentou uma correlação significativa com as variáveis explicativas: ROE (0.348), e MOP (0.147). Além disso, a proporção da remuneração variável fornecida aos executivos também está correlacionada às variáveis ROE (0.328), e MOP (0.187). Nota-se também que existe uma correlação negativa entre a remuneração total dos executivos e a *dummy* de empresas familiares (-0.446), corroborando os achados de Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang e Chrisman (2013), que encontraram uma correlação negativa entre a remuneração por incentivos fornecida aos executivos em empresas familiares. Os autores investigaram se a influência da riqueza socioemocional no ambiente da empresa familiar determina limites de remuneração variável aos executivos. Assim, indicaram que a existência de metas tradicionais para conservar a influência da família pode impactar o fornecimento de remuneração variável aos executivos.

Portanto, tais correlações sugerem que as variáveis explicativas deste estudo podem estar significativamente relacionadas às respectivas variáveis dependentes. Assim, a remuneração despendida aos executivos tende a ser diferente, quando comparada à das empresas não familiares, o que pode ser confirmado com a análise das regressões.

#### **4.1 Análise da Influência da Família na Remuneração dos Executivos das Empresas Familiares versus Empresas Não Familiares**

No intuito de testar a hipótese da pesquisa para a influência da família na remuneração de executivos, aplicou-se o modelo econométrico de regressão linear múltipla com dados em painel, que tem como variável dependente a remuneração total média dos executivos (RTM) e proporção da remuneração variável (PRV). Primeiramente, executou-se o teste de Chow e, em seguida, aplicou-se o teste de Breusch-Pagan para analisar se a variância entre as empresas é igual a zero, ou seja, se não existem diferenças significativas entre elas. O passo seguinte consistiu em definir se a abordagem a ser utilizada é a de efeitos fixos ou aleatórios. Nestes casos é utilizado o teste de Hausman, sendo que o mesmo busca rejeitar a hipótese nula de que o modelo aleatório é o mais adequado aos dados, com uma confiabilidade de 95%. Por fim, também foi verificada a presença de autocorrelação, por meio do teste Woldridge.

Os resultados dos testes (Apêndice C) indicam que o modelo efeitos aleatórios é mais adequado, apresentando resultado significativo nos modelos de remuneração total média ( $\text{Chi}^2=1.30$ ;  $\text{Prob Chi}^2>0.7302$ ), sem presença de autocorrelação entre os resíduos da regressão, dado que o p-valor do modelo de remuneração total média (0,0718) é maior que 0.05, indicando a não existência de autocorrelação. Em contrapartida, o modelo de efeitos aleatórios se mostrou indicado para o modelo de proporção da remuneração variável média ( $\text{Chi}^2=7.48$ ;  $\text{Prob Chi}^2>0.5856$ ), com presença de autocorrelação, pois o p-valor do modelo (0,0005) é menor que 0,05, indicando existência de autocorrelação entre os resíduos da regressão. Apresenta-se na Tabela 8 a estimação para efeitos aleatórios, com correção para autocorrelação de resíduos no modelo de Proporção de remuneração variável.

Observa-se na Tabela 8 que no modelo de remuneração total medida (RTM) o R<sup>2</sup> apresentou valores de 0.1510, ou seja, o poder explicativo do modelo é de 15,10% e o número de observações testadas foi de 222 para a equação. Além disso, nota-se também que o modelo de Proporção de Remuneração Variável (PRV) o R<sup>2</sup> representou o valor de 0.2910 e, dessa forma, o poder explicativo do modelo é de 29,10% e o modelo apresentou 222 observações. Portanto, é possível observar que ambos os modelos foram significativos, considerando um nível de significância de 1%, rejeitando

assim a hipótese nula de que todos os regressores são iguais a zero. A variável de controle de tamanho, representada pelo total de ativos não apresentou significância estatística, indicando que o total de ativos não contribui para o processamento das variáveis de remuneração total e proporção de remuneração variável dos executivos em empresas familiares. Esse resultado vai ao encontro de Funchal (2005) de que a remuneração não se mostra relacionada com o tamanho da empresa por meio de seus ativos.

**Tabela 8. Resultados da estimação com efeitos fixos, aleatórios e auto correlação de resíduos (para modelos de remuneração em empresas familiares)**

	RTM	PRV Autocorrelação
EF	<b>-1214153**</b> (538746.7)	<b>-.2002463***</b> (.0540205)
ROA	-1526305 (1380213)	-.1864604 (.1509018)
ROE	-1514.293 (15747.04)	-.0009359 (.0017315)
MOP	539704.4 (1864373)	.1351701 (.2020522)
TAM	.0014728 (.0019538)	1.72e-10 (2.08e-10)
R2	0.1510	0.2910
Obs.	222	222
Grupos	37	37

Nota: O erro-padrão dos coeficientes é mostrado entre parênteses. \*, \*\* e \*\*\* indicam significância aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Fonte: Dados da pesquisa.

Em se tratando de significância das variáveis, observou-se, com base na equação, que a variável empresa familiar (EF) influencia significativamente a remuneração total média (RTM) e a proporção de remuneração variável (PRV) despendida aos executivos. Além disso, apresenta um coeficiente de variação negativo em ambos os modelos, ou seja, o valor da remuneração total média (RTM) dos executivos reduziu em torno de \$ 1.214.153 mil reais e também houve redução de 2% na proporção da remuneração variável (PRV) paga aos executivos nas empresas familiares, se comparado as empresas não familiares na amostra. Esse resultado indica que o a remuneração dos executivos, tanto remuneração total quanto remuneração variável é influenciado negativamente pela presença do controle familiar nas empresas, confirmando assim, a hipótese desse estudo de que as empresas familiares tendem a fornecer tanto remuneração total quanto a proporção de remuneração variável para seus executivos em menor valor do que as empresas não familiares. Esse achado corrobora Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang e Chrisman (2013), quando afirmam que o controle familiar tende a afetar a probabilidade de remuneração e incentivos a serem oferecidos aos executivos, porque esses incentivos são considerados inconsistentes com a preservação da riqueza socioemocional da família. Além disso, a escolha de não remunerar esses gerentes como nas demais empresas, não familiares, reflete uma preferência pela preservação da riqueza socioemocional não apenas em função da estrutura de decisão da família ou de aversão à perda, mas também pelo tamanho das recompensas econômicas que podem estar disponíveis a esses membros que não pertencem à família.

Em relação à variável *dummy* de empresa familiar para a variável de remuneração total, os resultados estão em concordância com os achados de Santos & Silva, 2018; Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007); Santos e Silva (2018). Entretanto, Speckbacher e Wentges (2012) apontam que a remuneração aos executivos é atribuída em menor proporção nas empresas familiares e que o uso da remuneração como incentivo para o alinhamento de interesses tende a ser moderado pelo tamanho da empresa. A relação negativa e significativa da variável *dummy* de empresa familiar com a proporção de remuneração variável (PRV), apresentou resultados semelhantes aos encontrados por Brundin, Litz, Von Schlippe, Memili, Misra, Chang e Chrisman

(2013), que afirmam que a presença da família na empresa reduz o fornecimento de incentivos aos executivos, pois essa remuneração variável é considerada incoerente com a preservação da riqueza socioemocional da família devido à preservação de uma estrutura de decisão e ao valor monetário desses incentivos.

Com esses resultados, pode-se inferir que as empresas familiares brasileiras dos segmentos cíclico e não cíclico remuneram em menor proporção seus executivos quando comparadas às empresas não familiares do mesmo segmento como forma de alinhamento de interesses. Esse resultado vai ao encontro ao apontado por Santos e Silva (2018), que afirmam que as empresas familiares fazem uso em menor proporção de remuneração total e remuneração variável aos executivos, quando comparadas às empresas não familiares, pois no ambiente da empresa familiar o alinhamento de interesses da família envolve a utilização de metas mais tradicionais e econômicas.

#### 4.2 Análise da Influência da Família no Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas Familiares versus Não Familiares

Por meio de regressão linear múltipla, verificou-se a segunda hipótese deste estudo, de que as empresas familiares tendem a apresentar menor desempenho econômico financeiro para remuneração dos executivos se comparados aos das empresas não familiares. Para a análise empregou-se o modelo paramétrico de regressão para as variáveis dependentes de remuneração total média dos executivos (RTM) e proporção da remuneração variável (PRV) com a interação dos indicadores de avaliação de desempenho e a *dummy* de empresa familiar. Os testes preliminares para análise do modelo adequado foram realizados (teste de Chow e, em seguida, aplicou-se o teste de Breusch-Pagan e, por fim, o teste de Hausman). Além disso, também foi verificada a presença de autocorrelação, por meio do teste Woldridge.

**Tabela 9. Resultados da estimação com efeitos fixos, aleatórios e autocorrelação de resíduos (para regressão de remuneração e termos interativos de avaliação de desempenho e *dummy* de empresa familiar)**

	RTM	PRV Autocorrelação
ROA	<b>8611366**</b> (3400227)	<b>.7587272**</b> (.3130707)
EF	<b>-1398565**</b> (620666.5)	<b>-.1858067**</b> (.0647008)
ROA*EF	<b>-1.02e+07**</b> (3878172)	<b>-.6828321*</b> (.3654509)
ROE	939845.8 (1256435)	<b>.422802***</b> (.1315741)
ROE*EF	-930536.7 (1256537)	<b>-.4235198***</b> (.1315861)
MOP	3448283 (3177853)	.1617848 (.2605043)
MOP*EF	<b>-7480616*</b> (4444042)	-.1835438 (.4005239)
TAM	.0015782 (.002214)	2.02e-10 (2.04e-10)
R2	0.1476	0.3343
Obs.	222	222
Grupos	37	37

Nota: O erro padrão dos coeficientes e mostrado entre parênteses. \*,\*\* e \*\*\* indicam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os resultados dos testes (Apêndice D) indicam que o modelo efeitos fixos é mais adequado, apresentando resultado significativo nos modelos de remuneração total média (Chi2=16.9; Prob Chi2>0.0133) sem presença de autocorrelação entre os resíduos da regressão, dado que o p-valor do

modelo de remuneração total média (0,0791) é maior que 0.05. Entretanto, o modelo de efeitos aleatórios se mostrou indicado para o modelo de proporção da remuneração variável média ( $\text{Chi}^2=12.42$ ;  $\text{Prob Chi}^2>0.0533$ ) com presença de autocorrelação, pois o p-valor do modelo (0,0012) é menor que 0,05, indicando existência de autocorrelação entre os resíduos da regressão. Portanto, apresenta-se na Tabela 9 a estimação para efeitos fixos e aleatórios, com correção para autocorrelação de resíduos no modelo de Proporção de remuneração variável.

Conforme evidenciado na Tabela 9, nota-se por meio dos modelos de remuneração e termos interativos de avaliação de desempenho e *dummy* de empresa familiar que o modelo de remuneração total média (RTM) apresentou um R<sup>2</sup> no valor de 0.1476, ou seja, o poder explicativo do modelo é de 14,76% e o número de observações testadas foi de 222 para a equação. Nota-se também que no modelo de Proporção de Remuneração Variável (PRV) o R<sup>2</sup> representou o valor de 0.3343, ou seja, o poder explicativo do modelo é de 33,43% e com 222 observações. Portanto é possível observar que ambos os modelos foram significativos, considerando um nível de significância de 1%, rejeitando assim a hipótese nula de que todos regressores são iguais a zero. Além disso, nota-se que a variável de controle TAM (tamanho da empresa), mensurada por meio do total de ativos não foi significativa, evidenciando que o total de ativos não contribui para o processamento das variáveis de remuneração total e proporção de remuneração variável dos executivos em empresas familiares conforme o estudo de Funchal (2005).

Em se tratando de significância das variáveis, observou-se que o termo interativo de avaliação de desempenho de retorno sobre o ativo e a *dummy* que representa as empresas familiares (ROA\*EF), apresentou um resultado estatisticamente significativo para a remuneração total média (RTM). Esse resultado indica que nas empresas familiares brasileiras o indicador de retorno sobre o ativo tem relação inversa com a remuneração total paga aos executivos. Da mesma forma, a variável de avaliação de desempenho de margem operacional e a *dummy* que representa as empresas familiares (MOP\*EF), apresentaram um coeficiente negativo para a remuneração total média, evidenciando também que nas empresas familiares brasileiras o indicador avaliação de desempenho margem operacional está inversamente relacionado à remuneração total.

Em síntese, nas empresas familiares brasileiras, quanto maior o retorno sobre o ativo menor tende a ser a remuneração total paga aos executivos, e de forma similar essa relação foi evidenciada ao se analisar a margem operacional. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Conyon, Peck e Sadler, (2001), os quais afirmam que quando se pretende mensurar desempenho da empresa para remuneração dos executivos, um dos indicadores utilizados é o retorno sobre os ativos da empresa, que, no caso das empresas familiares, tende a apresentar menor valor se comparado ao das empresas não familiares.

Além disso, o termo interativo de avaliação de desempenho de retorno sobre o ativo e a *dummy* que representa as empresas familiares (ROA\*EF), apresentaram um resultado estatisticamente significativo para a proporção da remuneração variável (PRV). O coeficiente negativo informa que nas empresas familiares brasileiras o indicador de retorno sobre o ativo está inversamente relacionado com a remuneração variável paga aos executivos. Da mesma forma, a variável de avaliação de desempenho de retorno sobre o patrimônio líquido e a *dummy* que representa as empresas familiares (ROE\*EF), apresentaram um coeficiente negativo para a proporção de remuneração variável, evidenciando também que nas empresas familiares brasileiras o indicador avaliação de desempenho de retorno sobre o patrimônio líquido possui relação inversa com a remuneração variável concedida aos executivos.

Os resultados demonstram que, tanto o indicador de retorno sobre o ativo, quanto o indicador de retorno sobre o patrimônio líquido, quando analisados considerando apenas as empresas familiares brasileiras da amostra, têm relação inversa com a proporção de remuneração variável, ou seja, quanto maior o resultado mensurado por esses indicadores, menor tende a ser a proporção de remuneração variável recebida pelos executivos. Esse achado corrobora o estudo de Shyu (2011), o qual investigou por meio de uma análise em painel com 465 empresas de capital aberto em Taiwan, se a influência

da família afeta o desempenho econômico mensurado pela produção das empresas familiares e não familiares. Shyu (2011) evidenciou que quando um indicador de desempenho é aplicado em um contexto de empresa familiar, a propriedade da família afeta negativamente o desempenho da empresa e que quando a família possui mais de 30% do controle da empresa menor tende a ser o desempenho econômico e financeiro, o que pode ser justificado pela inexistência de parâmetros homogêneos entre a forma de gestão, e que nas empresas familiares as contribuições da produção de capital são menores. Corroborando este estudo, Minichilli, Corbetta e MacMillan (2010) e Mazzi (2011) examinaram, por meio do controle, propriedade e gestão, se a influência da família afeta o desempenho da empresa e afirmaram que, por mais que a empresa possua gerentes familiares dispostos a almejar o desempenho por meio do retorno do patrimônio investido na empresa, a coexistência de gestores não relacionados à família induz a existência de assimetria informacional, prejudicando o desempenho da empresa.

Ainda, Chrisman, Devaraj e Patel (2017) afirmam que o desempenho econômico financeiro das empresas familiares é inferior ao das empresas não familiares devido a problemas diversos de alinhamento de interesses entre os membros da gestão, pois a remuneração dos executivos tende a reduzir assimetria informacional, indicando aos funcionários que o desempenho será remunerado, o que tende a melhorar o desempenho econômico e financeiro da empresa, reduzindo a seleção adversa. Entretanto, a pesquisa de Shyu (2011), que investigou as empresas taiwanesas listadas na bolsa de valores de Taiwan no período de 2002 a 2006, ressalta que a influência da família no desempenho econômico e financeiro justifica-se pela heterogeneidade da gestão, e apontou que o percentual de propriedade da família na empresa não deve ser excessivo para evitar a ocorrência de um desempenho econômico e financeiro inferior ao das empresas não familiares. Assim, Eisenhardt (1989) ressalta que a ausência de vínculo entre a remuneração dos executivos baseada em desempenho depende de fatores como o controle de sistemas de informação para evitar o oportunismo gerencial dos agentes, indicando menos remuneração relacionada ao desempenho da empresa.

Em síntese, esses resultados sugerem a não rejeição da hipótese, ao evidenciar que as empresas familiares brasileiras do segmento cíclico e não cíclico possuem desempenho econômico relacionado à margem operacional, retorno sobre o ativo e retorno do patrimônio líquido em menor proporção que nas empresas não familiares. Os resultados evidenciam que a influência da família no controle, propriedade e gestão tende a influenciar o desempenho econômico e financeiro das empresas familiares de capital aberto do segmento cíclico e não cíclico, para a remuneração dos executivos, diferentemente das empresas não familiares desses segmentos.

As evidências encontradas sugerem que para as empresas familiares, mesmo que apresentem menores custos de agência quando comparadas às empresas não familiares, os resultados podem ser impactados negativamente, pois os objetivos são diversos, e muitas vezes ligados a decisões de longo prazo que abarcam outros indicadores de desempenho, apresentando especificamente uma Margem Operacional, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido menor nas empresas familiares.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar a relação entre o desempenho econômico e financeiro e a remuneração concedida aos executivos nas empresas brasileiras familiares e não familiares de capital aberto por meio das hipóteses de que o controle familiar influencia negativamente a remuneração fornecida aos executivos e também o desempenho econômico e financeiro para a remuneração dos executivos das empresas familiares se comparado ao das empresas não familiares, no período de 2010 a 2015. A análise considerou 37 companhias, sendo vinte empresas familiares e dezessete empresas não familiares pertencentes aos setores de consumo cíclico e não cíclico da Bovespa. Estimaram-se modelos por regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados em painel de efeitos aleatórios e também teste de média *t Student* a fim de verificar

a influência da família na remuneração dos executivos e no desempenho nas empresas familiares e não familiares.

Os resultados obtidos neste estudo indicam que o fato de a empresa ser familiar influencia negativamente a remuneração total e variável da diretoria estatutária e também o desempenho econômico e financeiro da organização, se comparadas às empresas brasileiras não familiares de capital aberto. Os resultados confirmam as hipóteses da pesquisa, de que a presença da família na empresa tende a fornecer em menor proporção remuneração aos executivos que compõem a diretoria estatutária nas empresas familiares e, além disso, o desempenho econômico e financeiro relacionado aos retornos dos investimentos e do capital investido está inversamente relacionado à remuneração dos executivos nas empresas familiares.

Conclui-se que as empresas familiares dos segmentos de consumo cíclico e não cíclico remuneram menos os executivos, quando comparadas com as empresas não familiares destes segmentos. O achado indica que as empresas familiares possuem objetivos centrados na família, o que tende a refletir a preferência pela preservação da estrutura de decisão familiar no sistema de gestão em função do risco de perda de controle das decisões e, também, pelos valores econômicos fornecidos a esses membros que não pertencem à família, refletindo em menor proporção na remuneração despendida aos executivos nessas empresas. Além disso, conclui-se ainda que o desempenho econômico-financeiro relacionado ao retorno sobre o ativo e retorno do patrimônio líquido nas empresas familiares destes segmentos tende a ser menor, quando comparadas com o das empresas não familiares. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de as empresas familiares valorizarem e priorizarem, além do desempenho econômico e financeiro, objetivos não econômicos como, por exemplo, relações de confiança, reputação e imagem da organização.

Dessa forma, a contribuição prática deste estudo é de que nas empresas brasileiras familiares de capital aberto dos segmentos de consumo cíclico e não cíclico, a remuneração dos executivos e o desempenho econômico operacional, retorno dos recursos investidos (ativo) e de retorno do capital tende a ser influenciado pelo controle familiar, especificamente a tendência para fornecer menos remuneração total e variável aos executivos. Além disso, mostrar que as empresas familiares de capital aberto brasileiras apresentam um desempenho operacional em proporção menor do que nas empresas consideradas não familiares, pois no ambiente da empresa familiar, o alinhamento de interesses da família envolve a utilização de metas mais tradicionais e objetivos não econômicos. Nesse sentido, a contribuição teórica deste estudo corrobora as premissas da Teoria da Agência, de que como a gestão e a propriedade tendem a coincidir, pelo menos em parte diante os interesses da família, os custos de agência tendem a ser menores nesse tipo de organização, o que indica o fornecimento de remuneração aos executivos em menor proporção. Entretanto, estes custos menores não indicam necessariamente desempenho melhor, pois os objetivos podem estar ligados aos desejos familiares e, por vezes, tendem a alinhar-se com decisões de longo prazo, que nem sempre podem ser refletidas nos indicadores investigados.

Ressalte-se que a contribuição deste estudo para a linha de investigação na área gerencial é a de complementar os estudos existentes, tanto na literatura nacional quanto internacional, demonstrando que sob a premissa da Teoria da Agência as empresas familiares podem ter um comportamento distinto das demais empresas não familiares, indicando que mesmo que existam menos problemas de agência, a gestão e propriedade podem coexistir e não necessariamente apresentam indicadores de desempenho melhores, pois os objetivos também são peculiares como benefícios não econômicos e utilização de metas mais tradicionais e em horizonte de longo prazo. Portanto, a influência da família na empresa modera a relação de avaliação de desempenho da empresa para a remuneração dos executivos, alinhando o uso de indicadores de avaliação de desempenho conforme os interesses da família e, conseqüentemente, influenciando a remuneração despendida.

As limitações deste estudo decorrem de a amostra ser limitada a apenas dois segmentos da Bovespa, o que impede uma conclusão generalizada. Outra limitação é a inserção de outros indicadores de desempenho econômico-financeiros relacionados às demais áreas econômicas da

empresa como, por exemplo, investimentos, liquidez, fluxos de caixa e retorno de ações, visando ampliar a análise econômica da amostra e também a evidenciação do percentual de participação dos membros da família no conselho estatutário.

Sugere-se para pesquisas futuras a ampliação da amostra para todas as empresas brasileiras de capital aberto e a inserção de outros indicadores de desempenho econômico e financeiro. Além disso, sugere-se a análise do desempenho econômico e financeiro conforme o horizonte temporal de curto e longo prazo para atribuição da remuneração aos executivos pertencentes à família e com cargos na gestão das empresas familiares.

## REFERÊNCIAS

- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Barbera, F., & Moores, K. (2013). Firm ownership and productivity: A study of family and non-family SMEs. *Small business economics*, 40(4), 953-976.
- Beuren, I. M., da Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos *versus* desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2).
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531.
- Beuren, I. M., Politelo, L., & Martins, J. A. S. (2013). Influência da propriedade familiar no desempenho das empresas da BM&FBovespa. *Anais da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fortaleza, CE, Brasil*, 7.
- Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. A. V. D. C. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(SPE), 51-64.
- Brundin, E., Litz, R., von Schlippe, A., Memili, E., Misra, K., Chang, E. P., & Chrisman, J. J. (2013). The propensity to use incentive compensation for non-family managers in SME family firms. *Journal of family business management*.
- Buck, T., Liu, X., & Skovoroda, R. (2008). Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 833-850.
- Chenevert, D., & Tremblay, M. (2009). Fits in strategic human resource management and methodological challenge: Empirical evidence of influence of empowerment and compensation practices on human resource performance in Canadian firms. *The International Journal of Human Resource Management*, 20(4), 738-770.
- Chrisman, J. J., Devaraj, S., & Patel, P. C. (2017). The impact of incentive compensation on labor productivity in family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 30(2), 119-136.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(2), 267-293.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: An introduction.
- COMISSÃO, D. V. M. (2009). Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. *Acesso em*, 15(06), 2020.
- Conyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. V. (2001). Corporate tournaments and executive compensation: Evidence from the UK. *Strategic Management Journal*, 22(8), 805-815.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Cunha, P. R., & Politelo, L. (2013). Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(2), 211-235.
- Degenhart, L., Vogt, M., Kaveski, I. D. S., Fank, O. L., & Scarpin, J. E. (2016). Análise dos fatores determinantes do desempenho das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa do setor de consumo cíclico. *ConTexto*, 16(33), 74-89.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

- Farrell, A. M., Kadous, K., & Towry, K. L. (2008). Contracting on contemporaneous *versus* forward-looking measures: An experimental investigation. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 773-802.
- Fasolin, L. B., & Klann, R. C. (2015). Gerenciamento De Resultados Por Accruals Específicos em Empresas Familiares Brasileiras. In *Anais do IX Congresso Anpcont*.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Feltham, T. S., Feltham, G., & Barnett, J. J. (2005). The dependence of family businesses on a single decision-maker. *Journal of small business management*, 43(1), 1-15.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2(1), 75-102.
- Funchal, J. D. A. (2005). Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas.
- Gitman, L. J. (2001). *Princípios de administração financeira: essencial*. Bookman.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez-Mejia, L. R., Larrazza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of management journal*, 46(2), 226-237.
- Gong, G., Li, L. Y., & Shin, J. Y. (2011). Relative performance evaluation and related peer groups in executive compensation contracts. *The Accounting Review*, 86(3), 1007-1043.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 87-125.
- Kato, T. (1997). Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 455-467.
- Krauter, E. (2009). *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3).
- Lee, S. P., & Isa, M. (2015). Directors' remuneration, governance and performance: The case of Malaysian banks. *Managerial Finance*.
- Matarazzo, D. C., & Pestana, A. O. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial: livro de exercícios*. Atlas.
- Mathauer, I., & Imhoff, I. (2006). Health worker motivation in Africa: the role of non-financial incentives and human resource management tools. *Human resources for health*, 4(1), 24.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Minichilli, A., Corbetta, G., & MacMillan, I. C. (2010). Top management teams in family-controlled companies: 'familiness', 'faultlines', and their impact on financial performance. *Journal of management studies*, 47(2), 205-222.
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563.
- Murphy, K. J. (2012). Executive compensation: Where we are, and how we got there. George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. Available at SSRN 2041679.
- Nascimento, E. M., Barbosa Neto, J. E., da Cunha, J. V. A., & Dias, W. D. O. (2013). Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. *Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión*, 11(21), 1-16.
- Neto, A. A., & Lima, F. G. (2009). *Curso de administração financeira*. Atlas.
- Petry, L. I., & Nascimento, A. M. (2009). Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 109-125.
- Ramalho, G. C., & Martinez, A. L. (2014). Empresas Familiares Brasileiras e a Agressividade Fiscal. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Vol. 14).

DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO

- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1980). Effects of ownership and performance on executive tenure in US corporations. *Academy of Management journal*, 23(4), 653-664.
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2018). A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12.
- Schnorrenberger, D., da Costa Borba, J., Gasparetto, V., & Lunkes, R. J. (2013). Estrutura de capital e rentabilidade: estudo longitudinal de empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Registro Contábil*, 5(1), 86.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*.
- Silva, J. O. (2010). *Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras* (Doctoral dissertation, Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB, Brasil).
- Silva, J. O. D. (2015). *Remuneração variável de executivos em empresas familiares brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Silva, A. D., Souza, T. R. D., & Klann, R. C. (2016). Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502.
- Silva, F., & Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes?. *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614.
- Speckbacher, G., & Wentges, P. (2012). The impact of family control on the use of performance measures in strategic target setting and incentive compensation: A research note. *Management Accounting Research*, 23(1), 34-46.
- Vasconcelos, A. F., & do Monte, P. A. (2013). A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Registro Contábil*, 4(1), 1-18.
- Wowak, A. J., & Hambrick, D. C. (2010). A model of person-pay interaction: how executives vary in their responses to compensation arrangements. *Strategic Management Journal*, 31(8), 803-821

## APÊNDICE A – TESTE DE NORMALIDADE SHAPIRO-WILK

Variável	p-valor
EF	0,000
RTM	0,000
PRV	0,000
ROA	0,000
ROE	0,000
MOP	0,000
TAM	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor

## APÊNDICE B – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DA AMOSTRA

Tabela 7- Correlações entre as variáveis da amostra com dados do período de 2010 a 2015.

	RTM	PRV	EF	ROA	ROE	MOP	TAM
RTM	1.0000						
PRV	0.6916	1.0000					
EF	-0.3063	-0.4466	1.0000				
ROA	-0.0263	-0.0018	-0.0883	1.0000			
ROE	0.3481	0.3283	0.0272	0.3321	1.0000		
MOP	0.1747	0.1875	-0.2310	0.5231	0.4944	1.0000	
TAM	0.5973	0.3839	-0.1478	-0.2399	-0.0996	-0.0140	1.0000

Fonte: Dados da pesquisa

## APÊNDICE C - RESULTADOS TESTES PARA MODELO A SER UTILIZADO

	RTM		PRV	
	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>
EF	(omitida)	-1214153 (538746.7)	(omitida)	-.1995058 (.0576306)
ROA	-823344.4 (1546802)	-1526305 (1380213)	-.1478435 (.1684632)	-.209487 (.1514385)
ROE	1613.094 (16106.03)	-1514.293 (15747.04)	-.000459 (.0017541)	-.000919 (-.000919)
MOP	-729389.8 (2203291)	539704.4 (1864373)	.0076106 (.2399619)	.1680168 (.2039272)
TAM	.0015694 (.0022347)	.0014728 (.0019538)	-2.93e-11 (2.43e-10)	1.53e-10 (2.14e-10)
Obs.	222	222	222	222
Grupos	37	37	37	37
<b>Teste F de Chow</b>				
F(4, 181)	0.47	NA	0.38	NA
Prob>F	0.0000	NA	0.0000	NA
<b>Teste Breusch-Pagan</b>				
Chi2	NA	7.33	NA	219.98
Prob>Chi2	NA	0.0000	NA	0.0000
<b>Teste de Hausman</b>				
Chi2		1.30		7.48
Prob>Chi2		0.7302		0.5856
<b>Teste Correlação Woldridge</b>				
Chi2		3.442		14.689
Prob>Chi2		0.0718		0.0005

Fonte: Dados da pesquisa

## APÊNDICE D - 8 – RESULTADOS TESTES PARA MODELO A SER UTILIZADO

	RTM		PRV	
	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>
ROA	8611366 (3400227)	8187828 (2874033)	1.105698 (.364244)	.865943 (.3132244)
EF	Omitida	-1398565 (620666.5)	Omitida	-.1895922 (.0694992)
ROA*EF	-1.02e+07 (3878172)	-8170976 (3356988)	-1.187178 (.4154431)	-.8140765 (.3651769)
ROE	939845.8 (1256435)	2086960 (1194657)	.3790763 (.1345937)	.4315081 (.1290393)
EF	Omitida	Omitida	Omitida	Omitida
ROE*EF	-930536.7 (1256537)	-2084210 (1194766)	-.3788471 (.1346046)	-.4320105 (.129051)
MOP	3448283 (3177853)	1281607 (2448440)	.2754282 (.3404226)	.1797057 (.2692465)
EF	Omitida	Omitida	Omitida	Omitida
MOP*EF	-7480616 (4444042)	-1914058 (3717836)	-.5730331 (.4760611)	-.2358873 (.4059849)
TAM	.0015782 (.002214)	.0013109 (.001915)	-2.03e-11 (2.37e-10)	1.57e-10 (2.09e-10)
Obs.	222	222	222	222
Grupos	37	37	37	37

DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO

<b>Teste F de Chow</b>				
F(7,178)	1.27	NA	2.11	NA
Prob>F	0.0000	NA	0.0000	NA
<b>Teste Breusch-Pagan</b>				
Chi2	NA	155.24	NA	177.92
Prob>Chi2	NA	0.0000	NA	0.0000
<b>Teste de Hausman</b>				
Chi2		16.09		12.42
Prob>Chi2		0.0133		0.0533
<b>Teste Correlação Woldridge</b>				
Chi2		2.265		12.339
Prob>Chi2		0.0791		0.0012

Fonte: Elaborado pelos autores