

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**

THIAGO SEIXAS ALVES

**A INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA EFICIÊNCIA
EMPRESARIAL PÓS PROCESSO DE FUSÃO E AQUISIÇÃO**

Porto Alegre

2023

THIAGO SEIXAS ALVES

**A INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA EFICIÊNCIA
EMPRESARIAL PÓS PROCESSO DE FUSÃO E AQUISIÇÃO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Gomes Victor

Porto Alegre

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Alves, Thiago Seixas

A influência da remuneração executiva na eficiência
empresarial pós processo de fusão e aquisição /

Thiago Seixas Alves. -- 2023.

74 f.

Orientadora: Fernanda Gomes Victor.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Controladoria e
Contabilidade, Porto Alegre, BR-RS, 2023.

1. Remuneração executiva. 2. Eficiência
empresarial. 3. Sinergias. 4. Fusões e Aquisições. I.
Victor, Fernanda Gomes, orient. II. Título.

RESUMO

Alves, T. S. (2023). **A influência da remuneração executiva na eficiência empresarial pós processo de Fusão e Aquisição**. (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

O objetivo da presente dissertação consiste em analisar a influência da remuneração executiva na eficiência empresarial pós processos de Fusão e Aquisição em empresas brasileiras de capital aberto que enviaram seus dados para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre os anos de 2010 a 2021. Para tanto, realizou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, mediante análise de dados coletados no Portal Dados Abertos CVM. A amostra desta pesquisa foi composta por 193 empresas não financeiras de capital aberto, das quais 76 atuaram como adquirentes em processos de Fusão e Aquisição. As análises foram realizadas a partir de regressões múltiplas, com dados em painel desbalanceado, a partir do Método dos Momentos Generalizados, sendo também utilizados métodos de defasagens. Como variáveis dependentes, a eficiência empresarial foi representada pelo Retorno sobre Ativos (ROA), Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e Q de Tobin (TOBINQ). Como variáveis independentes, foram considerados os fatores explicativos de eficiência empresarial em F&A, sendo a variável de interesse a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (PPS), com a variável representante da ocorrência da Fusão e Aquisição (F&A). Para atender aos objetivos da pesquisa, a remuneração executiva foi analisada a partir de interações com a Fusão e Aquisição. Os resultados evidenciaram que, apesar da relação entre o desempenho empresarial e Fusão e Aquisição ter apresentado sinais positivos, não foi possível aceitar a hipótese de que as Fusões e Aquisições influenciam estatisticamente o desempenho empresarial. Quanto à remuneração executiva, os achados das análises de curto prazo evidenciaram não ser possível rejeitar a hipótese de que a eficiência empresarial, quando proveniente dos processos de Fusão e Aquisição, são influenciadas pela remuneração executiva das empresas adquirentes brasileiras, sendo tal fato observado pelo impacto positivo e significativo destas no desempenho empresarial. No que concerne às análises de longo prazo, os resultados demonstram a criação de sinergia entre as empresas combinadas, tendo em vista que a remuneração executiva apresentou influência no desempenho empresarial de forma mais significativa em dois e três anos posteriores aos processos. Desta forma, a pesquisa contribui com a literatura sobre a geração de valor ao acionista, sobre aspectos da sensibilidade da remuneração executiva ao

desempenho e sua influência nas eficiências empresariais provenientes de processos de Fusão e Aquisição.

Palavras-chave: Remuneração Executiva. Eficiência Empresarial. Sinergias. Fusões e Aquisições.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Perfil da remuneração dos diretores	16
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Divulgação em Fato Relevante da sinergia pretendida na operação de F&A	18
Tabela 2. Síntese da pesquisa sobre eficiência das F&A	22
Tabela 3. Síntese das medidas utilizadas nas pesquisas sobre eficiência empresarial	24
Tabela 4. Estudos remuneração-desempenho em empresas brasileiras e sinais apresentados ..	29
Tabela 5. Composição da amostra da pesquisa	34
Tabela 6. Composição da amostra da pesquisa por setores econômicos.....	35
Tabela 7. Ocorrência de processos de F&A ao longo dos anos de 2010 a 2021	36
Tabela 8. Variáveis de pesquisa	37
Tabela 9. Variáveis de eficiência empresarial	38
Tabela 10. Modelo aproximado para o cálculo do Q de Tobin	39
Tabela 11. Variáveis de remuneração executiva	40
Tabela 12. Variáveis de controle	41
Tabela 13. Segregação da Remuneração no Formulário de Referência	44
Tabela 14. Estatística descritiva das variáveis segregadas pela ocorrência de F&A	50
Tabela 15. Estatística descritiva dos componentes segregadas pela ocorrência F&A	51
Tabela 16. Matriz de correlação de <i>Spearman</i> para F&A, Remuneração e Desempenho	53
Tabela 17. Sensibilidade da remuneração ao desempenho após F&A	54
Tabela 18. Matriz de correlação de <i>Spearman</i> eficiência empresarial, F&A e remuneração ..	55
Tabela 19. Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A.....	56
Tabela 20. Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A.....	57
Tabela 21. Matriz de correlação de <i>Spearman</i> eficiência empresarial, F&A e remuneração ..	58
Tabela 22. Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A.....	59
Tabela 23. Matriz de correlação de <i>Spearman</i> eficiência empresarial, F&A e remuneração ..	60
Tabela 24. Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A.....	61

LISTA DE SIGLAS

B3	B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão
CAR	Retornos Anormais Acumulados
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração de Fluxo de Caixa
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
F&A	Fusões e Aquisições
FRE	Formulário de Referência
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
PPS	<i>Pay-Performance Sensitivity</i>
PWC	<i>Price Waterhouse Coopers Brasil</i>
ROA	Retorno sobre os ativos
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido
ROI	Retorno sobre o investimento

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	10
1.2 OBJETIVOS	10
1.2.1 Objetivo Geral	10
1.2.2 Objetivos Específicos	10
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	11
1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 A RELAÇÃO REMUNERAÇÃO-DESEMPENHO E A TEORIA DA AGÊNCIA.....	14
2.2 O DESEMPENHO EMPRESARIAL E SEUS FATORES DETERMINANTES	17
2.2.1 A eficiência empresarial gerada a partir da F&A	17
2.2.2 Medidas de eficiência empresarial em F&A	19
2.3 A REMUNERAÇÃO EXECUTIVA COMO DETERMINANTE DE DESEMPENHO ..	25
2.3.1 A remuneração executiva e o desempenho.....	25
2.3.2 F&A e a Remuneração Executiva	27
2.4 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA	29
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	33
3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA DO ESTUDO	33
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	33
3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	36
3.4 TRATAMENTO DOS DADOS	43
3.5 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS	45
4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS	50
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS.....	50
4.2 SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO APÓS F&A	53
4.3 INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO NA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL PÓS F&A .	54
4.4 RELAÇÃO TEMPORAL DA INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL PÓS F&A.....	58
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	63
REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

Essa pesquisa analisa a relação entre a Remuneração Executiva e o Desempenho Empresarial após a ocorrência de Fusões e Aquisições (F&A). Apesar de existir uma literatura ampla e atual que examina a relação remuneração e desempenho (Moon, Zhou, & Zhu, 2023; Kim, Matějka & Park, 2023; Göx & Michaeli, 2023; Cui *et al.*, 2021), poucos estudos analisaram essa relação após operações de F&A (Amewu & Alagidede, 2021). Os processos de F&A costumam aumentar a remuneração executiva, contudo, não está claro se a remuneração adicional está associada ao desempenho da empresa (Brander, Egan & Endl, 2021; Chen, 2018).

As decisões de investimento corporativo são tidas como importantes para a criação de riqueza para os acionistas (Firth, 1980). Enquanto a maioria dos investimentos possíveis podem ser considerados financeiramente pequenos (um novo produto ou forma de produzir, por exemplo) em relação ao tamanho da empresa, F&A diferem sendo eventos que têm impacto relevante na posição financeira das empresas envolvidas (Carline, Linn & Yadav, 2009; Nguyen & Phan, 2017; Bonaime, Gulen & Ion, 2018). Isso posto, a questão que surge é por qual motivo a empresa optaria por F&A como forma de investimento corporativo.

Ao menos duas justificativas teóricas explicam os motivos pelos quais as empresas se envolveriam em F&A: a primeira é baseada na teoria da maximização do lucro, que sustenta que as forças competitivas do mercado motivam as empresas a se maximizarem (Manne, 1965; Rabier, 2017). O aumento da riqueza dos acionistas aconteceria se a lucratividade da empresa aumentasse, após a F&A, por exemplo, por meio de um monopólio; de sinergias da combinação de duas empresas; ou, pela gestão superior na empresa adquirida (Coase, 1937; Firth, 1980; Cortés, Agudelo & Mongrut, 2017; Akpan *et al.*, 2020).

A segunda é relacionada à teoria da agência, que afirma que há uma busca pela maximização do interesse do gestor: além de atingir um certo nível “satisfatório” de lucros, os executivos tentarão maximizar os seus próprios interesses (Jensen, 1986). Dentre estes interesses estariam fatores como: reduzir o risco de perder o emprego; aumentar os níveis salariais; e aumentar o poder e a satisfação no trabalho. Esses interesses próprios poderiam ser alcançados por meio do crescimento do tamanho da empresa e F&A seria a maneira mais rápida de crescer (Nguyen & Phan, 2017; Chen, 2018).

A melhoria no desempenho empresarial, apontada na primeira justificativa, alega que o processo de F&A geraria ganhos de eficiência para a companhia (Hayn, 1989). Os ganhos de eficiência provenientes de F&A poderiam advir da eliminação de empregos duplicados, por meio da unificação dos setores (contabilidade, por exemplo) das empresas fundidas (eficiência

operacional); benefícios fiscais de prejuízos acumulados da adquirida (eficiência financeira) (Bradley, Desai & Kim, 1988; Rozen-Bakher, 2018). Assim, uma das formas possíveis para se analisar o desempenho empresarial após uma F&A seria por meio de medidas de eficiência comumente propostas na literatura (Halkos & Tzeremes, 2013; Rozen-Bakher, 2018).

Já a segunda justificativa, que aborda a ocorrência da F&A como um interesse pessoal do executivo, poderia ser observada por alterações nos níveis de remuneração e sua relação com o desempenho da empresa (Jensen & Murphy, 1990; Hasan, 2021). Dado que executivos têm o poder de influenciar a decisão por F&A, observar a variação da remuneração poderia revelar informações importantes sobre a eficácia da estrutura da remuneração escolhida *ex-ante* pelos acionistas (Conselho de Administração), e se houveram ajustes *ex-post* para desempenhos diferentes dos esperados (Spraggon & Bodolica, 2011; 2015).

No Brasil, a estrutura do pacote de remuneração executiva é divulgada por meio de três componentes principais: remuneração fixa anual (salário base ou pró-labore e benefícios), remuneração variável (bônus, comissões e participação em resultados), e a remuneração baseada em ações (incluindo opções) (CVM, 2022). Um dos objetivos ao incluir uma parcela da remuneração baseada em ações é aumentar o engajamento do executivo no desempenho de longo prazo, principalmente quanto à política de investimentos, dado que o executivo contratualmente não consegue exercer as ações/opções no curto prazo (normalmente somente após 5 anos) (Murphy, 1999; Aguiar & Pimentel, 2017). Nesse sentido, F&A parece fornecer um cenário oportuno para avaliar se a composição do pacote de remuneração executiva influencia a eficiência da empresa após F&A, criando valor para o acionista, ou se seria orientada por um oportunismo gerencial (Spraggon & Bodolica, 2015).

Poucos estudos analisaram a relação remuneração-desempenho no Brasil (Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren, Pamplona & Leite, 2020). Uma possível explicação para esse fato pode ser quanto a dificuldade da obtenção de dados, principalmente os referentes à remuneração de longo prazo (ações ou opções de ações). Recentemente a CVM começou a disponibilizar os Formulários de Referência no formato de dados estruturados, com o detalhamento da remuneração executiva (inclusive a parcela baseada em ações). Esse fato, além de tornar possível essa pesquisa, pode incentivar a produção científica brasileira nessa área.

A remuneração executiva, como ferramenta de governança, visa alinhar interesses (Jensen & Meckling, 1976). A sensibilidade da remuneração ao desempenho é a medida, na literatura, que traduz o quanto a remuneração é capaz de alinhar interesses de gestores e proprietários (Murphy, 1980). O pressuposto é que, se a remuneração é mais sensível ao desempenho, o gestor irá empenhar mais esforço no alcance dos resultados almejados

(maximizar o valor da empresa). Assim, espera-se que nas empresas nas quais a remuneração executiva é mais sensível ao desempenho *ex-ante* ao processo de Fusão e Aquisição, esse evento irá conduzir a um melhor desempenho (eficiência empresarial), comparativamente às empresas cuja sensibilidade da remuneração é menor. Em outras palavras, a sensibilidade da remuneração ao desempenho da empresa impulsionaria ganhos de eficiência para as empresas após F&A.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Qual a influência da remuneração executiva como instrumento de governança na eficiência empresarial proveniente dos processos de F&A de companhias listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3)?

1.2 OBJETIVOS

A fim de responder o problema de pesquisa, apresenta-se o objetivo geral e os objetivos específicos que servirão de guia para a pesquisa.

1.2.1 Objetivo Geral

Partindo da premissa de que o controle da remuneração do executivo serve como um veículo para se obter esforço adicional deste, em busca de maiores retornos para o acionista, este estudo tem por objetivo geral analisar a influência da remuneração executiva na eficiência empresarial de empresas listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão [B]³ envolvidas em processos de F&A entre os anos de 2010 a 2021.

1.2.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo geral, os objetivos específicos que orientarão a realização desse estudo são:

- a) investigar a influência dos processos de F&A como um determinante de eficiência empresarial e seus aspectos explicativos;
- b) aferir a sensibilidade da remuneração ao desempenho, discorrendo sobre sua relevância como mecanismo de governança corporativa;

- c) examinar a influência da Remuneração Executiva na Eficiência Empresarial a partir da ocorrência de um processo de F&A;
- d) explorar o aspecto temporal (efeitos de longo prazo) das F&A na relação Remuneração-Desempenho.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Ante o exposto, o presente estudo é importante por pelo menos três motivos: (i) por abordar F&A como um evento capaz de evidenciar mudanças na remuneração do gestor; (ii) por examinar a capacidade da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho passado influenciar a eficiência da empresa após F&A (Yaghoubi *et al.*, 2016); e (iii) por explorar a capacidade da remuneração de longo prazo influenciar o desempenho empresarial no longo prazo, visto que a literatura existente não deixa claro se a remuneração extra comumente paga ao gestor após processos de F&A está relacionada ao desempenho da empresa (Amewu & Alagidede, 2021).

Quanto à originalidade, o presente estudo propõe explorar uma fonte de dados não usual, disponibilizada recentemente pela CVM (novembro de 2019), e que, ao que se sabe, ainda não figurou como fonte de dados em trabalhos recentemente publicados. Dado que o acesso aos dados detalhados da remuneração executiva é apontado como um fator limitante, esse trabalho contribui ao divulgar primeiras percepções sobre esses na seção “tratamento dos dados”.

Quanto à oportunidade, destaca-se a crescente atividade de operações de F&A para o mercado brasileiro, como detalhado na seção 2.4 que retrata o volume crescente das atividades de F&A (Ferreira & Callado, 2015). Dado o nível de investimento financeiro necessário e a influência da ação dos altos executivos da empresa, é oportuno explorar se essas decisões por F&A estabelecem um melhor desempenho por meio de eficiências e qual a influência da remuneração nessa eficiência empresarial.

Quanto às contribuições, para a literatura e para o meio acadêmico, destaca-se o caráter exploratório de uma fonte de dados estruturados, e as primeiras impressões para os pesquisadores desse tema. Contribui para a literatura, ainda escassa para o mercado brasileiro, que explora F&A como um evento capaz de melhorar o desempenho empresarial em economias emergentes. Nesse sentido, disse que se F&A aumenta o valor para o acionista, pode-se afirmar que cumpriu sua função (Young *et al.*, 2008). Caso contrário, se motivado na expropriação de riqueza para o executivo, o estudo contribui para os formuladores de mecanismos de governança corporativa.

Nesse sentido, quanto à relevância, os resultados desse estudo podem interessar aos formuladores de políticas internas das empresas em relação à remuneração; políticas dos próprios conselhos de administração e conselho fiscal. Ainda, contribui para as intencionalidades que os executivos têm, na análise, mesmo que não esteja no objetivo, da manipulação dos resultados. Dessa forma, este estudo contribui para o campo de estudo da Governança Corporativa, naturalmente pela relação da variável estudada, qual seja a Remuneração Executiva. A análise do comportamento gerencial frente a investimentos corporativos relevantes, e o esforço na consecução das eficiências, de forma a elucidar se variações na remuneração em F&A estão vinculadas à eficiência empresarial.

1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

Quanto à amostra, este estudo delimita-se às companhias brasileiras de capital aberto que enviaram dados à CVM, ativas no ano de 2022, e que passaram por algum processo de F&A entre os anos de 2010 a 2021, devido à disponibilidade de informações nos Sistemas da CVM. Quanto aos processos de F&A, foram consideradas apenas as empresas adquirentes para a construção do banco de dados, e não foram incluídas as atuantes em outros mercados emergentes, o que acaba por comprometer sua capacidade de generalização dos resultados.

Quanto às variáveis, esclarece-se que a medida de desempenho empresarial é feita mediante a utilização de *proxies*. É possível que as *proxies* escolhidas apresentem limitações sobre algum aspecto.

No mesmo sentido, a definição de curto e longo prazo são escolhas do pesquisador para as quais a literatura não aponta consenso (tabela 2, seção 2.4). Isolar outros efeitos sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista as atividades e as demais estratégias que são adotadas concomitantemente são limitadores do escopo dessa pesquisa. Quanto à remuneração executiva, sabe-se que outras métricas são utilizadas (Hogan & McPheters, 1980) na análise dos determinantes dessa variável, como, por exemplo, as características pessoais do executivo (nível de educação e tempo de experiência, por exemplo). Contudo, dado que em sua grande maioria, tratam-se de dados indisponíveis, não serão abordados neste estudo.

Quanto à remuneração, dado que essa pode ser influenciada pelo desempenho da empresa, um questionamento natural é quanto à possibilidade de que o desempenho tenha sido manipulado (gerenciamento de resultados). Quando as alterações no desempenho são provenientes de F&A, sabe-se que podem existir *accruals* discricionários nas avaliações do *goodwill* (Healy, 1985; Detzen & Zülch, 2012; Louis, 2004). Este fato poderia influenciar os

resultados, contudo essa análise não é escopo desta pesquisa. Em uma tentativa de minimizar esse efeito, utilizou-se o fluxo de caixa operacional (FCO) como *proxy* de desempenho, dado que o FCO é menos suscetível às ações discricionárias do gestor, visto a facilidade que um auditor teria em evidenciar manipulações a partir dos extratos bancários (Deo 2016; Araújo & Ribeiro, 2020).

Quanto aos dados de F&A: a análise executada nesse estudo considera o evento (ocorrência) da F&A, operacionalizado por meio de uma variável binária (*dummy*). Não serão considerados aspectos como: o valor envolvido na transação, os dados financeiros e desempenho da empresa adquirida (alvo). Essa delimitação se dá, principalmente, pela limitação no acesso a esses dados.

Outro problema é a possibilidade de F&A alterar a composição dos órgãos da empresa, como o Conselho de Administração, por exemplo. A análise desse órgão, que aprova a transação de F&A, responsável por determinar o desenho dos incentivos (pacotes de remuneração dos executivos), posicionaria esse estudo na interseção de mecanismos de governança externa e interna (Bodolica & Spragon, 2015). Como tal fator não será abordado, incluiu-se os níveis de Governança Corporativa nos modelos econométricos como a finalidade de controlar o efeito dessa variável.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo aborda aspectos da Teoria da Agência, como o problema do desalinhamento entre os interesses dos executivos e proprietários, e a remuneração executiva como mecanismo capaz de resolver esse problema. Quanto ao desempenho empresarial, explora a literatura que aborda F&A (eficiências empresariais) e a Remuneração Executiva (sensibilidade da remuneração ao desempenho) como determinantes do desempenho empresarial. Ao fim do capítulo, apresenta-se as hipóteses de pesquisa.

2.1 A RELAÇÃO REMUNERAÇÃO-DESEMPENHO E A TEORIA DA AGÊNCIA

A literatura empírica sobre Remuneração Executiva é predominantemente baseada na teoria da agência. A teoria da agência explica o conflito de interesse entre acionistas (principal) e gestores (agentes) originado na separação entre propriedade e gestão da empresa, uma vez que os acionistas desejam maximizar o valor de seu patrimônio, e os administradores desejam aumentar sua remuneração (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980). Essa teoria evidencia os problemas desse conflito, especialmente os que geram custos, tais como as despesas de monitoramento e incentivos gerenciais, por parte dos acionistas; e despesas com a concessão de garantias contratuais, por parte dos gestores.

Na prática, a teoria da agência preocupa-se com os mecanismos organizacionais e de mercado que reduzem o conflito de interesses entre principais e agentes. Além disso, para lidar com o dilema da agência, os defensores da teoria sugerem dois blocos: remuneração vinculada a desempenho (Fama & Jensen, 1983) e o uso de conselheiros externos, financiamento de dívida e posições acionárias para o controle de aquisição corporativa (Agrawal e Knoeber, 1996; Gaughan, 2010).

Tipicamente, assume-se que o executivo realiza ações para produzir valor para o acionista, e por isso, recebe remuneração e gratificações (Murphy, 1999). A função das gratificações pagas ao executivo, que liga as ações gerenciais à produção, são de conhecimento comum para os acionistas e para os executivos, mas apenas o último observa as ações tomadas. Ou seja, apesar de os acionistas saberem quais ações são desejadas que o executivo execute, não podem observá-las diretamente (Murphy, 1999). Nesse sentido, a existência de um contrato de remuneração ideal maximizaria o objetivo dos acionistas.

O *insight* fundamental que surge dos modelos tradicionais de agente principal é que o contrato ótimo imitaria um problema de inferência estatística: os pagamentos dependem da

probabilidade de que as ações desejadas tenham sido de fato executadas (Holmstrom, 1979). Isto poderia sugerir que a medida de desempenho mais adequada, em termos de maximização da riqueza dos acionistas, deveria ser baseada no preço da ação. A remuneração deveria ser baseada no preço da ação porque forneceriam informações úteis para determinar quais ações o executivo realizou (Holmstrom, 1979).

Contudo, o modelo de Holmstrom (1979) pressupõe que os acionistas saibam quais ações gerenciais maximizam o valor da empresa: se as ações fossem observáveis, um contrato de forçamento de risco zero poderia ser elaborado para induzir o executivo a tomar as melhores ações. Contudo, a raiz do motivo pelo qual os acionistas confiariam a administração a gestores profissionais também está centrado na ideia de que eles teriam habilidades ou informações superiores para a tomada de decisões de investimento (Murphy, 1999).

Portanto, os atos não observáveis dos executivos não poderiam ser a força motriz dos contratos executivos: mesmo que os acionistas (ou conselhos de administração) pudessem monitorar diretamente os atos do executivo, eles não poderiam afirmar o quão apropriado foram estes atos (Holmstrom, 1979). Conforme enfatizado pelo autor, os gerentes poderiam escolher entre um conjunto de possibilidades de investimento maior do que o previsto pelos acionistas. Ou seja, o problema de agência não se trata de fazer o executivo trabalhar mais, mas sim fazer com que ele faça escolhas (de investimento, por exemplo) capazes de aumentar o valor para o acionista.

Para mitigar o problema da informação assimétrica, os conselhos adotam vários métodos para melhorar a governança corporativa, como aumentar a independência do conselho, conceder participação acionária, e definir medidas de pagamento por desempenho para incentivar os executivos (Guo & Masulis, 2015). Os estudos de Bebchuk e Grinstein (2005) apontaram que, embora executivos possuam algumas ações, não parecem ser significativas o suficiente para alinhar os interesses desses aos dos acionistas.

No Brasil, o IBGC publica relatórios anuais sobre a remuneração dos administradores. Um dos pontos destacados pelo Instituto é a composição da estrutura da remuneração. A 8ª edição da publicação, no ano de 2022, apresentou a composição da estrutura da Remuneração dos diretores estatutários no Gráfico 17 da publicação, conforme é possível ver na Figura 1, com o detalhamento do pacote de remuneração em percentuais, segregados em remuneração fixa, variável, baseada em ações e benefícios pós-emprego.

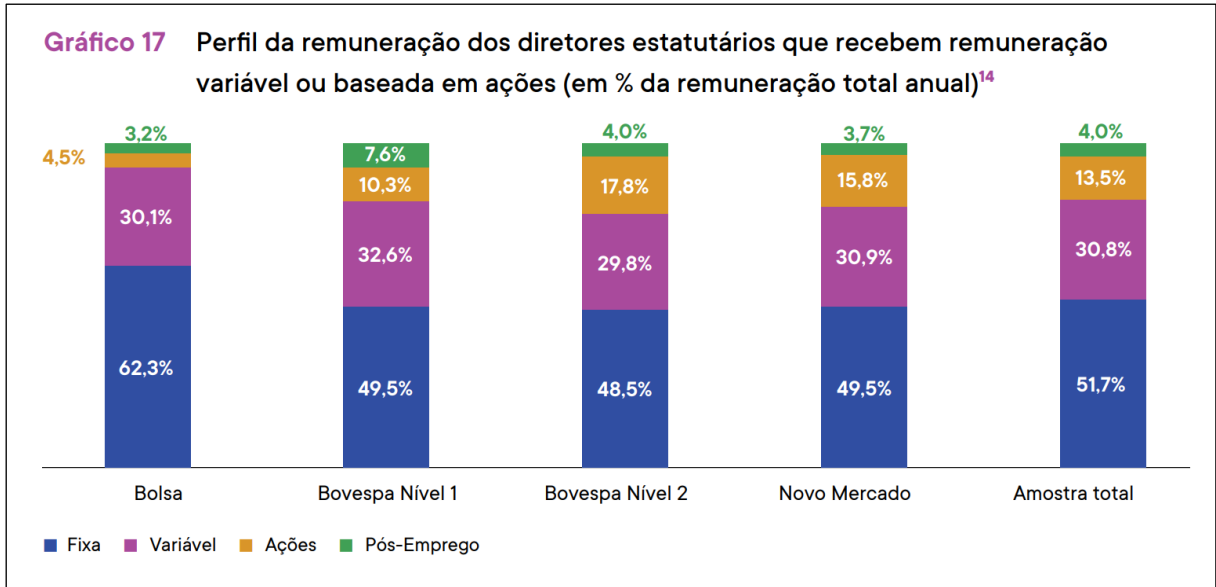


Figura 1. Perfil da remuneração dos diretores

Fonte: Pesquisa da Remuneração dos Administradores (IBGC, 2022, pg. 30)

Como é possível perceber no Gráfico da Figura 1, as estruturas de remuneração da diretoria estatutária não divergem muito entre si, quando comparadas entre os níveis Bovespa Nível 2 e Novo Mercado. A composição apresenta variação mais significativa quando comparadas em ações e benefícios ao Bovespa Nível 1 e Bolsa. A proporção dos incentivos baseados em ações e a diferença entre a representatividade desse tipo de remuneração entre a Bolsa e Bovespa Nível 2.

Bebchuk e Fried (2003) indicam que muitas empresas usam grupos durante a configuração do pacote de remuneração. Por outro lado, executivos com status de pagamento relativo negativo (que recebem menos do que seus pares), foi um motivo apontado para que esses se envolvessem em atividades de F&A para reduzir a diferença entre sua remuneração e a remuneração do grupo de pares. Uma justificativa por trás desse fenômeno é que os CEOs querem mais remuneração por meio de suas atividades de F&A, independentemente das consequências.

Dado que as diferentes estruturas (composição) de remuneração são uma tentativa de atrelar o gestor aos objetivos da empresa (desempenho) cabe revisar que outros fatores a literatura de F&A aponta como determinantes da eficiência empresarial advinda do processo.

2.2 O DESEMPENHO EMPRESARIAL E SEUS FATORES DETERMINANTES

Dado o espectro amplo de definições que possam tentar definir o que é o desempenho empresarial, o presente estudo adota uma abordagem restrita, exclusivamente sob a ótica da eficiência operacional-financeira que seria promovida pelo processo de F&A (eficiências advindas da sinergia).

2.2.1 A eficiência empresarial gerada a partir da F&A

A literatura de F&A afirma que dentre os motivos para as empresas passarem por uma F&A está a crença de que as empresas combinadas teriam melhores desempenhos quando comparadas aos seus desempenhos individuais (Bradley, Desai & Kim, 1988; Seth *et al.*, 2000; Rozen-Bakher, 2018). Ou seja, o valor das empresas combinadas seria maior do que o valor da soma de cada uma das empresas separadamente. Se esse fenômeno ocorre, diz-se que houve sinergia na operação de F&A (Bradley, Desai & Kim, 1988; Fiorentino & Garzella, 2015).

A sinergia entre as empresas combinadas resultaria em um desempenho empresarial melhorado (eficiência empresarial), por exemplo, por meio de um gerenciamento mais eficaz da empresa adquirida; de economias de escala; ou, da substituição das técnicas de produção na empresa menos eficiente (Fiorentino & Garzella, 2015). Ou seja, espera-se que F&A não apresentem apenas crescimentos, como o de volume de receitas, mas também melhorias de lucratividade por meio desses ganhos sinérgicos (Yaghoubi *et al.*, 2016).

Nesse sentido, os executivos precisam garantir que o tamanho maior em termos de receitas traga consigo retornos otimizados aos acionistas. Caso contrário, o crescimento por meio da estratégia de F&A não melhora a posição dos acionistas e os investidores estariam em melhor situação caso administração se resignasse com um crescimento mais lento da empresa (Gaughan, 2010). Neste contexto, pode-se argumentar que, embora F&A tragam consigo a possibilidade de ganhos sinérgicos, também impõem maiores exigências à gestão, que passa a comandar um empreendimento maior (Gaughan, 2010).

Contudo, parte da própria administração, por meio de seus executivos, manifestações públicas, justificando a operação de F&A e sua capacidade de gerar ganhos de eficiência produtiva por meio de sinergias que ocorreriam após a operação de F&A. A fim de exemplificar essas “falas”, a Tabela 1 apresenta trechos extraídos de relatórios de Fatos Relevantes divulgados por empresas brasileiras (enviados para a CVM, disponível ao público) onde

constam as razões dos executivos, no momento em que as transações são anunciadas, e delas destaca-se a expectativa quanto a geração de sinergias e eficiências:

Tabela 1.

Divulgação em Fato Relevante da sinergia pretendida na operação de F&A

Empresas envolvidas	Trecho do relatório de Fatos Relevantes	Data de Divulgação
JBS e Brazservice	Justificação. (...) as administrações das Partes resolveram propor a Incorporação por acreditar que a efetiva integração das atividades das Partes permitirá a captura de ganhos de eficiência e de sinergias derivados da redução de custos e riscos operacionais , logísticos e administrativos, bem como resultará na otimização da gestão e na simplificação da estrutura societária.	14/04/2023
Hering e Grupo Soma	A Incorporação tem o objetivo de gerar eficiência operacional e promover a integração entre unidades de marca e áreas corporativas, de modo a garantir qualidade aos processos internos de cada portfólio, aumentando as eficiências administrativa e operacional da Incorporadora.	28/02/2023
Americanas e IF Capital	(..) recomendam a aprovação por entenderem que a operação resultará em um aumento da eficiência nas operações , especialmente no âmbito financeiro e administrativo, reduzindo custos e gerando sinergias para as Partes...	11/08/2022
	As sinergias esperadas incluem:	
Carrefour e BIG	i. Ganhos relacionados à maior densidade de vendas e alinhamento de margens para aumentar rapidamente a rentabilidade da loja (...) iv. Otimização de custos e despesas indiretas , além de maior eficiência na cadeia de suprimentos.	24/03/2021
Natura e Avon	A combinação de negócios criará a oportunidade de acelerar o crescimento aumentando o investimento em digitalização, inovação de produtos e marketing, habilitado por uma lógica industrial, bem como de capturar sinergias significativas nas funções de suprimentos, manufatura e distribuição e administrativa , principalmente no Brasil e na América Latina.	11/10/2019

Nota. Elaborado pelo autor a partir de informações extraídas do Portal Dados Abertos CVM (2023)

Das afirmações divulgadas pelos executivos, percebe-se a expectativa anunciada dos gestores quanto a capacidade de que a operação de F&A melhore a eficiência da empresa, por diversos motivos, dentre eles em grande parte estaria a redução de custos. Nesse sentido, uma constatação observada em revisões de literatura sobre o desempenho de uma F&A (Meglio & Risberg, 2011) é a de que ainda não há consenso quanto à métrica adequada para essa análise dado que os objetivos são diferentes em cada negócio.

A literatura sobre sinergias de F&A evoluiu de um foco na natureza e nos tipos de sinergia para um foco mais pragmático na medição e avaliação do valor da sinergia (Garzella & Fiorentino, 2015). Os autores afirmam que, ao longo do tempo, os estudos sobre sinergias podem ser sistematizados em torno de três grandes vertentes: primeiro, identificação do papel da sinergia nas estratégias de crescimento externo, o que permite que as empresas identifiquem

a sinergia como um importante motivo para F&A; em segundo lugar, a análise da obtenção de sinergia no processo de F&A, que destaca como é difícil obter sinergia; e terceiro, a avaliação da criação de valor em F&A, que leva as organizações a alertar contra a “armadilha de sinergia”.

Quando a sinergia é o principal motivo, estudos concluem que F&A podem criar valor para as empresas combinadas e a sinergia pode ter um efeito positivo sobre alvos e compradores (Gondhalekar & Bhagwat, 2003). Contudo, quando não existe expectativa de sinergia, afirmam que seria melhor para as empresas buscar estratégias de crescimento interno. A sinergia pode ser o motivo “funcional” da F&A como argumentam Zollo e Meier (2008, p. 60): “se não houver verdadeiras sinergias entre as empresas que se fundem, mesmo a implementação de F&A de alta qualidade e baixo custo levam a benefícios insignificantes”.

As dificuldades em alcançar a sinergia esperada é tema em diversos estudos. Essas pesquisas geralmente enfocam as relações entre a probabilidade de realização de sinergia, as características das firmas envolvidas e os tipos de F&A. Bradley *et al.* (1988) sugeriram que o fracasso da F&A está negativamente correlacionado com o grau de similaridade das empresas envolvidas. Schweizer & Patzelt (2012) sugerem que a sinergia se torna mais difícil com a defasagem temporal entre o fechamento e o início da integração. Stahl *et al.* (2013) estudaram a compatibilidade cultural entre as empresas fundidas, concluindo que o resultado da integração são fatores críticos para a realização da sinergia.

As sinergias operacionais geralmente são ganhos alcançados por meio da combinação dos recursos das empresas envolvidas na F&A, como crescimento de receita por meio de novas ofertas de produtos ou redução de custos por meio de economias de escala. Algumas fontes potenciais podem advir da consolidação das operações para cortar custos (Walter & Barney, 1990), outras podem advir de aumentos de receita por meio de novas ofertas de produtos, que podem ser criadas por meio de inovação interna (Hoberg & Phillips, 2010), ou, ao alcançar uma nova base geográfica de clientes (Walter & Barney, 1990). O tamanho das entidades combinadas poderia gerar valor se dessa forma puderem influenciar o preço e reduzir a concorrência (Seth *et al.*, 2000).

Dado o exposto, de que a realização da sinergia é um pressuposto para o sucesso de uma F&A, e que ela é poderia ser percebida por meio de eficiências empresariais, a próxima subseção passa a explorar o que já foi produzido nesse sentido e as métricas utilizadas.

2.2.2 Medidas de eficiência empresarial em F&A

Estudos que exploraram as eficiências empresariais após uma F&A costumam classificar seus achados em três tipos: medidas contábeis; medidas baseadas no mercado de ações; e avaliações pessoais dos gestores (Papadakis & Thanos, 2010; Meglio & Risberg, 2011; Gentry & Shen, 2010). Este trabalho abordará medidas contábeis e baseadas no mercado de ações. Portanto, essa seção buscará abordar o que a literatura apontou como a diferença entre os métodos, as críticas geralmente realizadas, bem como vantagens e desvantagens observadas.

2.2.2.1 F&A medidas contábeis x baseadas no mercado de ações

Os estudos que analisam os resultados da F&A são comumente criticados quanto método empregado e a capacidade deste método de medir a eficiência advinda da F&A (Papadakis & Thanos, 2010; Meglio & Risberg, 2011; Das & Kapil, 2012). Ao analisar trabalhos recentes sobre desempenho de F&A, não se observa-se consenso entre os pesquisadores quanto às métricas utilizadas, que vão desde índices contábeis como o retorno sobre os ativos (ROA) (Marquez-Illesca & Zhou, 2023), o retorno sobre o patrimônio (ROE) e o retorno sobre o investimento (ROI) (Teti & Spiga, 2022; Mamun, Tannous & Zhang, 2021), passando por medidas de crescimento de vendas e lucros (Malikov *et al.*, 2021); medidas de Fluxo de Caixa Operacional (FCO) (Araujo & Ribeiro, 2020); e estudos medindo variações nos preços das ações (retornos anormais acumulados – CAR) próximos aos dias do anúncio da F&A (Magnanelli, Nasta & Ramazio, 2022).

A utilização de métrica contábil parte do pressuposto de que as sinergias obtidas em uma F&A e a eficiência resultante seriam refletidas em índices contábeis como o ROA (Hitt *et al.*, 1998; Marquez-Illesca & Zhou, 2023). A medida depende de informações dos registros contábeis das empresas, sendo expressa como uma proporção, interpretada como uma indicação da lucratividade da empresa. Outras medidas de lucratividade também apontadas são o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), medido como o lucro líquido sobre o patrimônio líquido. Medidas contábeis como o retorno sobre as vendas (ROS) e o retorno sobre o investimento (ROI) são menos utilizadas, pois exigem informações não divulgadas (Marquez-Illesca & Zhou, 2023).

As críticas quanto a avaliação do sucesso de uma F&A por métricas contábeis apontam três razões principais: a primeira é a de que os lucros contábeis representam uma medida estreita de desempenho, pois medem apenas o desempenho econômico da empresa (Venkatraman & Ramanujam, 1986). Outra crítica é a de que medidas contábeis refletem apenas o desempenho passado da empresa (Chenhall & Langfield-Smith, 2007). Por fim, a de que os dados contábeis

falham em avaliar o sucesso de uma F&A específica, pois partem de dados agregados que medem o desempenho da organização como um todo (Chenhall & Langfield-Smith, 2007).

Os estudos utilizam uma variedade de métricas contábeis para avaliar o desempenho das F&A. O índice ROA parece ser o mais utilizado (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hitt *et al.*, 1998; Kusewitt, 1985; Ramaswamy, 1997; Zollo & Singh, 2004). Meeks & Meeks (1981) compararam três critérios de contabilidade de desempenho, a saber, relação lucro/vendas, retorno sobre o patrimônio líquido e ROA. Eles concluíram que o ROA seria o índice mais adequado para medir o desempenho de F&A, pois é menos influenciado em comparação com os outros.

As pesquisas sugerem que os retornos pós-aquisição devem ser comparados com os retornos pré-aquisição (Zollo & Singh, 2004). A metodologia básica por trás desses estudos é comparar a média ponderada dos retornos pré-oferta do alvo e da empresa licitante com os retornos pós-F&A relatados da empresa combinada (Ramaswamy, 1997; Sudarsanam, 2003). Escolhe-se um período de 2 anos, pois os primeiros 2 anos de uma aquisição são críticos para seu sucesso e normalmente 2 anos seriam suficientes para a conclusão do processo de integração (Morosini, Shane & Singh, 1998).

No segundo fluxo de pesquisa, medidas baseadas no mercado de ações têm sido usadas para avaliar o desempenho da F&A (Zollo & Meier, 2008). O princípio básico por trás desses estudos é que o objetivo estratégico da empresa é maximizar a riqueza para os acionistas (McGee, Thomas & Wilson, 2005). Nessa linha, o critério para medir o desempenho de F&A seria examinar a evolução do preço das ações durante um período de tempo. Pesquisadores de finanças têm confiado nos preços das ações para avaliar o desempenho de F&A porque são uma medida direta do valor do acionista e os dados são acessíveis para as empresas de capital aberto (Campa & Hernando, 2004).

Os estudos também são classificados em relação ao seu período de tempo em estudos de curto e longo prazo. Estudos de curto prazo envolvem períodos de dias antes e depois do anúncio do negócio (Schoenberg, 2006). O resultado sugere que os acionistas da empresa adquirida obtêm ganhos estatisticamente significativos devido aos grandes prêmios pagos (Hitt *et al.*, 1998; Markides & Oyon, 1998; Sudarsanam & Mahate, 2003). Por exemplo, Delong (2001), utilizando um período de evento de 12 dias (-10, 1), mostrou que a aquisição produziu retornos positivos para 88,6% das empresas-alvo de seu estudo. Na mesma linha, Martinez-Jerez (2002), com um período de evento mais curto (-1, 1), descobriu que o anúncio da aquisição gerou retornos anormais positivos para 82% das empresas-alvo.

Em contraste, os resultados sobre o impacto dos acionistas das empresas adquirentes são inconclusivos, com alguns estudos mostrando retornos positivos (Ben-Amar & Andrem, 2006), 1 dia antes e 1 após a aquisição; Mulherin (2000), com um período de -1, 0 e alguns outros relatando retornos negativos, Sudarsanam e Mahate (2003), período de -1 a 1 dia; Holl e Kyriazis (1997), período 0 a 2 meses após a aquisição.

Em estudos de longo prazo, pesquisadores (Fuller, Netter & Stegemoller, 2002; Sudarsanam & Mahate, 2006) examinam o desempenho das empresas adquirentes durante um período de vários meses após o fechamento do negócio. Conforme afirmado em uma revisão da literatura (Tuch & O'Sullivan, 2007), as F&A geram retornos anormais negativos ou insignificantes para as empresas adquirentes no longo prazo. Algumas pesquisas sugerem que o uso de medidas baseadas no mercado de ações apresenta limitações, representando uma medida de desempenho *ex ante*, mas não *ex post*. Assim, refletiriam apenas uma expectativa do investidor de lucros futuros (Oler & Allen 2005; Zollo & Meier, 2008).

Nesse sentido, Harrison, Oler e Allen (2005) mostraram que a reação de curto prazo ao anúncio da F&A rendeu retornos positivos, enquanto o longo prazo produziu retornos negativos. Além disso, usando uma série de variáveis de controle em seu modelo, eles sugeriram que o mercado é incapaz de prever o verdadeiro resultado econômico de uma aquisição. Zollo e Meier (2008) confirmaram esse argumento. Outra limitação desse método é que não pode ser usado para empresas não listadas e a variação no preço das ações pode não ser apenas resultado de uma aquisição específica (Schoenberg, 2006).

A Tabela 2 sintetiza vantagens de desvantagens (ou críticas) encontradas para as medidas de eficiência da F&A.

Tabela 2.

Síntese da pesquisa sobre eficiência das F&A

Comparativo	Baseadas em contabilidade	Baseadas no mercado de ações
	Mensura os efeitos diretos em oposição aos CARs que medem as expectativas dos investidores.	Medida direta do valor do acionista.
Vantagens	O exame simultâneo de índices contábeis e medidas de crescimento pode ser particularmente útil, possibilitando avaliar múltiplos aspectos do desempenho.	Os dados são facilmente acessíveis para todas as empresas de capital aberto.

Desvantagens ou críticas	<p>Avaliam apenas o desempenho econômico, e refletem o desempenho passado da empresa.</p> <p>O desempenho de F&A é um construto multidimensional (financeiro e não financeiro), o uso exclusivo de medidas contábeis resulta em conhecimento incompleto.</p> <p>A variedade de medidas contábeis encontradas na literatura torna difícil a comparação entre pesquisas e seus achados.</p> <p>A confiabilidade das medidas baseadas em contabilidade está sujeita à qualidade das demonstrações financeiras anuais.</p>	<p>Medem as expectativas dos investidores e o desempenho não-realizado.</p> <p>O período de tempo utilizado (dias) para a análise “antes e depois” do evento é muito curto.</p>
--------------------------	--	---

Nota. Adaptado de Papadakis e Thanos (2010)

Quanto às diferenças relativas aos achados de pesquisa, os estudos baseados em métricas contábeis não apresentam evidência clara de melhor desempenho após F&A (Tuch & O'Sullivan, 2007) com a maioria dos estudos indicando retornos negativos (Dickerson, Gibson & Tsakalotos, 1997; Kumar, 1984; Lu, 2004; Meeks, 1977). Em contraponto, os estudos baseados no mercado de ações de curto prazo apontam que os acionistas das empresas-alvo obtêm ganhos significativos devido ao prêmio pago (Markides & Oyon, 1998; Sudarsanam & Mahate, 2003), enquanto os resultados para os acionistas das empresas adquirentes são menos conclusivos, com a maioria dos estudos sugerindo retornos negativos (Limmack, 1991; Sudarsanam & Mahate, 2003). Já os estudos de longo prazo sugerem retornos anormais negativos ou insignificantes no longo prazo para empresas adquirentes (Tuch & O'Sullivan, 2007; Sudarsanam & Mahate, 2003; 2006). Papadakis & Thanos (2010)

O argumento apresentado nos estudos que utilizam medidas contábeis devido a três razões. Em primeiro lugar, que essas medem o desempenho real da F&A, lastreado em demonstrações financeiras auditadas, em contraponto aos retornos anormais cumulativos (CAR), que refletem uma expectativa futura do investidor. Uma segunda vantagem das medidas baseadas na contabilidade é que elas podem medir diferentes aspectos do desempenho de F&A. Por exemplo, o ROA é uma medida da lucratividade da empresa. ROS é uma medida da eficiência de uma empresa e o crescimento nas vendas é uma medida da eficácia da empresa. Assim, combinando várias medidas baseadas na contabilidade em um único estudo, um pesquisador pode obter uma visão mais integrada do desempenho de F&A.

A tabela 3 apresenta estudos mais recentes sobre desempenho operacional em F&A e a variável utilizada para operacionalização, segregada em índices contábeis, medidas de

crescimento e fluxo de caixa operacional, e medidas de mercado, semelhante a classificação utilizada por Thanos e Papadakis (2012).

Tabela 3.

Síntese das medidas utilizadas nas pesquisas sobre eficiência empresarial

Classificação	Métrica	Estudos
Índices contábeis	ROA ROE ROI	Teti & Spiga (2022); Mamun, Tannous & Zhang (2021); Boateng, Bi & Brahma (2017); Bomfim & Callado (2016);
Medidas de crescimento	Vendas Lucros	Malikov <i>et al.</i> (2021);
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	Carline, Linn & Yadav (2009); Ghosh (2001); Linn & Switzer (2001); Burt & Limmack (2003); Healy <i>et al.</i> (1992)
Mercado	Q de Tobin TSR CAR	Agrawal e Sensarma (2007); Doukas e Lang (2003); Kumar and Panneerselvam (2009) Kayo et al (2010).

Nota. elaborado pelo autor, baseado na classificação de Thanos e Papadakis (2012).

Como já fora dito, dentre os índices contábeis, o ROA parece ser o índice mais utilizado na literatura de F&A. Quanto aos estudos que usaram medidas de crescimento para avaliar o desempenho de F&A, os mais recorrentes avaliaram a taxa percentual de crescimento em vários aspectos, incluindo vendas (Morosini *et al.*, 1998) e lucros (Cheng & Leung, 2004). Além dos índices contábeis e medidas de crescimento, estudos que utilizaram o fluxo de caixa operacional como métrica de desempenho de F&A, estimaram os fluxos de caixa operacionais para a empresa adquirente (Carline, Linn & Yadav, 2009), a empresa alvo (Ghosh, 2001; Linn & Switzer, 2001) ou para ambos (Burt & Limmack, 2003). Esta metodologia tem suas raízes no trabalho de Healy, Palepu e Ruback (1992) e refere-se a mudanças na produtividade de ativos após uma F&A. Os estudos que empregaram fluxos de caixa operacionais como medidas de desempenho contábil indicam que as F&A têm efeitos positivos para as empresas adquirentes.

Outra forma de averiguar a eficiência da F&A é por meio do que a literatura chama de medidas de mercado. Métricas baseadas no mercado, comumente utilizam retornos anormais para os preços das ações (CAR), o Q de Tobin, e o retorno total ao investidor (TSR). Q de Tobin (1969) compara os benefícios futuros esperados de determinado conjunto de ativos com o custo estimado para a estruturação desses ativos, de forma a possibilitar auferir a atratividade de certo investimento. É uma proporção do total de ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido mais o valor de mercado do patrimônio líquido para o total de ativos em um exercício financeiro.

O índice Q é calculado como o valor de mercado de uma empresa dividido pelo valor de reposição dos ativos da empresa (Das & Kapil, 2012). Um Q alto (>1) implica que o estoque de uma empresa é mais caro do que o custo de reposição de seus ativos. Prescott e Shi (2008) estudaram a média móvel de três anos do Q de Tobin. Para o mercado brasileiro, o trabalho de Kammler e Alves (2010) testaram a capacidade de explicação dos investimentos pela teoria do “Q” de Tobin nas empresas brasileiras de capital aberto adotando o modelo proposto por Chung e Pruitt (1994).

A TSR é o retorno total para os acionistas, medido como a soma do dividendo anual da empresa por ação e a variação anual no preço médio de suas ações dividido pelo preço médio das ações do ano anterior.

2.3 A REMUNERAÇÃO EXECUTIVA COMO DETERMINANTE DE DESEMPENHO

2.3.1 A remuneração executiva e o desempenho

A pesquisa sobre remuneração executiva é baseada em duas abordagens teóricas predominantes. Uma delas é a contratação ótima, que postula que a remuneração dos executivos serve como um dispositivo para aliviar o conflito de interesses entre as partes interessadas (Abowd, 1990). Por exemplo, os acionistas podem estruturar a remuneração dos executivos para encorajar os gerentes a maximizar o valor da empresa. Conforme previsto por essa abordagem, existiriam contratos de remuneração ótimos que são elaborados pelos conselhos de administração para minimizar os custos de agência e alinhar os incentivos gerenciais aos interesses dos acionistas (Freund, Latif & Phan, 2018).

No entanto, as evidências são confusas sobre se a remuneração dos executivos é projetada adequadamente para atingir o objetivo de alinhamento de incentivos. Por um lado, Murphy (1985) documenta uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o preço das ações, o que sugere que a remuneração recompensa os esforços gerenciais para aumentar o valor da empresa. Hall e Liebman (1998) mostram que a remuneração do executivo é sensível ao preço das ações e que a capacidade de resposta aumentou acentuadamente na década de 1990 devido principalmente a um grande aumento nas concessões de opções de ações. Por outro lado, Bertrand e Mullainathan (2001), Jensen e Murphy (1990) e Murphy (1999) concluem que a remuneração do executivo é apenas fracamente ligada ao desempenho da empresa, tornando a remuneração pouco poderosa como ferramenta para motivar os executivos.

A outra abordagem teórica é a hipótese do poder gerencial, proposta por Bebchuk e Fried (2003), que concebem a remuneração executiva como parte dos problemas de agência. Nesse quadro, gerentes poderosos exercem influência sobre os conselhos de administração para estruturar sua própria remuneração para benefício pessoal em detrimento dos acionistas. Em empresas com propriedade difusa, os gerentes podem se comportar de forma oportunista. Eles podem capturar conselhos (Shivdasani & Yermack, 1999) ou contratar consultores de remuneração que atendam aos seus próprios interesses (Murphy & Sandino, 2010). Nessas circunstâncias, os gerentes podem usar seu poder para extrair renda das empresas que administram. Em particular, eles podem ser remunerados em excesso, além do nível eficiente previsto pela contratação ideal (Gabaix & Landier, 2008). Morse, Nanda e Seru (2011) encontraram uma forte ligação entre o poder do executivo e salários mais altos. Bebchuk e Fried (2003) descobriram que esses gerentes poderosos não apenas buscam salários mais altos, mas também desvinculam seus salários do desempenho de suas empresas, de modo que possam ser excessivamente remunerados, mesmo quando as empresas apresentam baixo desempenho.

Diferentes formas de remuneração fornecem incentivos gerenciais em diferentes graus. Um pacote padrão de remuneração executiva consiste em salário-base, bônus, concessões de ações, concessões de opções, pagamentos de incentivos de longo prazo e outras remunerações, como privilégios e prêmios de seguro de vida. Muita pesquisa se concentrou em seus componentes em dinheiro (salário e bônus) e patrimônio (ações e opções) para melhorar a eficiência da remuneração.

Baker *et al.* (1988) e Mehran (1995) sugerem que, em vez da remuneração em dinheiro que atribui o pagamento do executivo ao desempenho anterior da empresa, a remuneração de capital envolve a maioria dos incentivos que são cruciais para maximizar o valor do acionista porque os executivos geralmente não têm permissão para negociar ou exercer ações recém-concedidas em um período de aquisição predeterminado (normalmente, cinco anos), o que cria incentivos de longo prazo para que os executivos se esforcem para aumentar a riqueza do acionista. Consequentemente, ações e opções têm sido cada vez mais usadas em prêmios de remuneração de executivos. Esse componente de patrimônio tem sido visto como essencial para vincular o pagamento do executivo ao desempenho da empresa e, assim, alinhar os interesses dos gerentes e acionistas.

2.3.2 F&A e a Remuneração Executiva

Os processos de F&A fornecem um ambiente singular para o estudo da remuneração executiva, uma vez que alteram o tamanho e a estrutura da empresa, e dado o potencial de influenciar a eficiência da empresa (Amewu & Alagidede, 2021; Guest, 2009). Os autores relatam que os níveis de remuneração executiva se alteram completamente após uma F&A.

Em relação aos fatores de nível da empresa, a literatura existente sobre remuneração executiva sugere uma relação estatística positiva muito forte entre tamanho da empresa e remuneração executiva. Assim, mantendo todas as outras coisas iguais, quando uma empresa realiza F&A, ela experimenta um aumento de tamanho, e conseqüentemente um aumento da remuneração executiva. Estudos que observaram essa relação encontraram que o aumento no tamanho da empresa resulta em aumento na remuneração executiva, mas que o inverso não ocorre (Erel *et al.*, 2012).

Assim, os executivos seriam incentivados a fazer todo o possível para aumentar o tamanho da empresa, mesmo que não seja interesse dos acionistas. Além disso, de acordo com a teoria do agente-principal, o desempenho da empresa é um dos principais determinantes da remuneração dos executivos, visando motivar o gestor a buscar a maximização do valor para o acionista. Alguns estudos, no entanto, sugerem que, na prática, existe uma relação bastante fraca entre o desempenho da empresa e a remuneração executiva (Gigliotti, 2013), ao contrário da teoria da agência, sugerindo que os executivos podem tirar proveito do fraco mecanismo interno de governança corporativa para influenciar os esquemas de remuneração em seu próprio interesse, independentemente da criação de valor para o acionista (Girma, Thompson & Wright, 2006).

A predominância do tamanho da empresa sobre o desempenho na determinação da remuneração executiva, conforme mostrado em vários estudos, fornece motivação suficiente para explorar ainda mais o desempenho e o nexos da remuneração executiva, especialmente no ambiente de mercado emergente (Al Rahahleh & Wei, 2012).

A literatura existente sobre as atividades de F&A e a remuneração executiva concorda que os executivos passam a receber remuneração mais alta após a F&A. No entanto, o que não está claro é se os aumentos salariais são uma compensação por trabalho extra dado o aumento do tamanho da empresa, ou à falta de controles de governança adequados. Os poucos estudos sobre o assunto relatam resultados contraditórios. Alguns estudos argumentam que mudanças na remuneração executiva após F&A estão positivamente relacionadas a ganhos de sinergia da F&A e produtividade gerencial (Harford & Li, 2007; Anderson *et al.*, 2004). Outros afirmam

que os executivos buscam F&A para aumentar o tamanho das empresas, o que subsequentemente vem com um aumento na remuneração (Bodolica & Spraggon, 2015).

Uma possibilidade de desequilíbrio da remuneração é a possibilidade de empresas competirem por altos executivos resultando em práticas de remuneração mais competitivas, criando uma lacuna maior na remuneração dos executivos e do funcionário médio (Barkema & Gomez-Mejia, 1998; Siegel & Hambrick, 2005). Se esses aumentos de remuneração não estiverem relacionados ao crescimento interno, mas sim ao desejo gerencial de aumentar o tamanho da empresa, isso é uma violação da teoria principal-agente, que postula que a remuneração executiva deve ser estruturada de forma a alinhar os interesses.

Um entendimento fundamental da teoria da agência é que os gerentes precisam de incentivos para maximizar o valor para o acionista (Jensen & Meckling, 1976). Em um nível básico, tais incentivos exigem que a remuneração de um gerente seja sensível às suas ações. Na prática, essas ações muitas vezes não são observáveis. Os contratos de remuneração implementam incentivos ao tornar o pagamento dos gerentes sensível ao desempenho. Como tal, desenvolveu-se uma literatura substancial que estima os incentivos gerenciais medindo a sensibilidade do pagamento ao desempenho (Murphy 1985, Jensen & Murphy 1990, Baker & Hall 2004).

Para Jensen e Murphy (1990) se o desempenho da empresa for medido pela mudança na riqueza dos acionistas, a relação entre a variação da riqueza do executivo e a variação da riqueza dos acionistas refletiria a sensibilidade da remuneração ao desempenho (do inglês, pay-performance sensitivity – PPS). Dessa forma, a PPS foi explicada como o aumento marginal na remuneração executiva dado um efeito incremental no valor da empresa – positivamente associado ao desempenho da empresa.

Os estudos sobre PPS apresentam resultados mistos sobre a influência da remuneração no desempenho da empresa. Para economias emergentes como a brasileira, existem achados que indicam uma relação forte (Ntim, Lindop, Osei & Thomas, 2015; Raithatha & Komera, 2016; Sheikh, Shah & Akbar, 2018), e outros apontam relação fraca (Conyon & He, 2011; Tian, 2013) ou nenhuma relação significativa (Fernandes, 2008).

Tabela 4.

Estudos remuneração-desempenho em empresas brasileiras e sinais apresentados

Dependente	Independente	Sinal	Estudo
PPS	Valor de mercado	+	Brandão <i>et al.</i> (2019)
ln Remuneração Total	ROA	-	Freitas <i>et al.</i> (2020)
Variação Remuneração Variável	ROA	+	Marquezan <i>et al.</i> (2022)
PPS	ROA, ROE, ROS, EBITDA	+	Azevedo (2022)
Variação da remuneração total	Valor de Mercado	+	Grodt (2022)
Componentes da remuneração pela remuneração total	ROA, ROE, ROS, Q TOBIN, MTB	-	Leite & Hein (2019)

Nota. elaborado pelo autor (2023).

Há uma relação inversa entre o tamanho da empresa e a sensibilidade da remuneração ao desempenho, que segundo Murphy (1999) não é surpreendente, uma vez que executivos avessos ao risco e restritos à riqueza de grandes empresas podem “possuir” de forma viável apenas uma pequena fração dos fluxos de caixa da empresa por meio de suas ações, opções e remuneração de incentivos. Nem a relação inversa invalida a sensibilidade da remuneração ao desempenho como uma métrica significativa para medir a remuneração executiva; em vez disso, o resultado apenas ressalta que o aumento dos problemas de agência é um custo do tamanho da empresa que deve ser pesado em relação aos benefícios da escala e do escopo expandidos.

2.4 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

A separação do controle da propriedade e a mudança do controle dos proprietários para os executivos é um fenômeno que cresce em relevância quando são investigadas importantes decisões corporativas como as de investimento do tipo F&A. Jensen e Ruback (1983) atribuíram aos executivos um papel de destaque nas F&A. Eles viam o mercado de aquisição (também conhecido como mercado de controle corporativo) como um mercado impulsionado pela competição entre equipes de gerenciamento que desejam assumir o controle de valiosos recursos corporativos (Yaghoubi *et al.*, 2016).

Independentemente do que motiva os executivos a competir por recursos corporativos, a própria competição é a principal razão para a atividade de F&A. Na verdade, a teoria não faz nenhuma menção específica aos motivos que os executivos usam para se envolver em F&A. No entanto, existem duas possibilidades potenciais: em primeiro lugar, os executivos agiriam para maximizar a riqueza dos acionistas, o que é uma suposição da teoria neoclássica de F&A

(Firth, 1980). Em segundo lugar, os administradores podem perseguir seus próprios interesses, mesmo que suas decisões afetem negativamente os acionistas. Esta última possibilidade é uma suposição da hipótese dos custos de agência das F&A (Yaghoubi *et al.*, 2016).

Datta *et al.* (2001) examinaram como a remuneração dos executivos determinam as decisões de investimento. Nessa análise, examinaram se a resposta do preço das ações do anúncio poderia ser explicada pela estrutura de remuneração antes da aquisição. Partindo da premissa de que administradores auto interessados com baixa remuneração baseada em ações são mais propensos a pagar a mais pelas metas, investigaram a relação entre o prêmio de aquisição e a extensão em que os interesses dos administradores adquirentes, medidos por sua estrutura de remuneração, são alinhados com os dos acionistas. Mostraram que a remuneração executiva em empresas adquirentes está similarmente ligada a medidas de risco relacionados à F&A, como opções de crescimento das empresas-alvo.

Contudo, há um argumento contrário na literatura, o de que o aumento de valor para o acionista pode não ser o principal motivo para negócios de F&A, mas sim que os executivos se engajam nesses negócios por interesses pessoais. Dessa forma, estabelece-se a hipótese 1 deste estudo.

H1: A sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (PPS) é maior após processos de F&A

A natureza da relação entre a remuneração executiva e o desempenho da F&A pode impactar o patrimônio dos acionistas. Se o relacionamento for insignificante ou se os CEOs obtiverem aumento de salários independentemente do desempenho de F&A, os problemas de agência podem ser graves. Em outras palavras, quando a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho positivo da F&A é significativa, mas para o desempenho negativo é insignificante, os executivos são mais propensos a fazer decisões de F&A destruidoras de valor (Chen, 2018).

Grinstein e Hribar (2003) relatam que a remuneração dos executivos está insignificamente relacionada com o desempenho. Coles, Daniel e Naveen (2006) afirmam que uma alta sensibilidade da remuneração dos executivos à volatilidade das ações pode levar a baixos gastos de capital (baixo nível de investimento em imobilizado). Harford e Li (2007) descobriram que mesmo em F&A onde a riqueza dos acionistas diminui, a remuneração dos administradores tende a aumentar.

Grinstein e Hribar (2003) afirmam que embora a remuneração dos executivos seja positivamente relacionada ao seu esforço, é insignificamente relacionada ao desempenho do negócio. Da mesma forma, Hartzell et al (2004) encontraram uma relação inversa entre o prêmio do acionista e os benefícios do CEO. Eles acham que mesmo nas negociações de F&A, onde a riqueza dos acionistas diminui, a remuneração gerencial tende a aumentar. Em geral, uma série de estudos fornecem suporte para a hipótese de poder gerencial, que significa que os executivos são pagos porque usam seu poder gerencial para transferir riqueza de acionistas.

Embora se espere que os acordos de F&A criem valor para os acionistas (Amewu & Alagidede, 2021), a extensão das influências da administração e as questões de controles corporativos influenciam os executivos a tomar decisões de investimento para satisfazer seus interesses pessoais. Os acordos de F&A geralmente enfraquecem a propriedade e o poder dos acionistas controladores. Isso dá à administração um espaço mais amplo para ter mais controle sobre o conselho, resultando na tomada de decisões de investimentos que podem não aumentar o valor da empresa, mas sim favorecer o interesse da administração.

Normalmente, as empresas em economias emergentes exibem mecanismos de governança corporativa fracos (como a posição de presidência do conselho do CEO, a qualidade e a diversidade do conselho) e, como tal, os gerentes tendem a usar sua influência para solicitar pacotes de incentivos irrealistas depois de passar por um acordo de F&A bem-sucedido (Ntim *et al.*, 2015). Por fim, características específicas da empresa, como alavancagem financeira, oportunidades de crescimento, e concorrentes também desempenham um papel essencial na aprovação de pacotes de remuneração executiva (Bebchuk & Fried, 2003).

Em todos esses estudos, os autores documentaram mudanças sistemáticas no comportamento gerencial, consistentes com as mudanças nos incentivos gerenciais baseados em ações. De modo geral, as evidências são consistentes com a hipótese de que incentivos baseados em ações são motores importantes de ações gerenciais e desempenho corporativo. No entanto, há pouca evidência direta sobre os retornos que uma empresa pode esperar da introdução de planos de remuneração baseados em desempenho.

Como as empresas maiores pagam mais, os executivos têm incentivos pessoais para se envolverem em atividades que resultem no aumento do tamanho da empresa. De acordo com Combs e Skill (2003), ao vincular sua remuneração ao tamanho da empresa, os executivos podem reduzir a variabilidade em sua remuneração, pois o tamanho é menos variável e estaria mais sob o controle dos executivos do que o desempenho (Bodolica & Spraggon, 2009). Reconhecendo que os propósitos gerenciais podem orientar as decisões de F&A, é importante examinar a relação entre a remuneração executiva e a influência na eficiência empresarial após

um processo de F&A (Bodolica & Spraggon, 2009). Se o executivo tem poder de influenciar uma decisão por investimento por meio de F&A, quer seja para diminuir o risco da atividade, quer seja para diminuir o seu próprio risco, é de se esperar que ele vá se empenhar mais pelo sucesso da F&A. Assim, estabelecesse a hipótese 2 do presente estudo:

H2: A eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS quando proveniente de um processo de F&A

Por fim, a literatura de F&A ao encontrar resultados contrastantes para os efeitos da F&A propõe que as análises devam ser quanto aos efeitos de longo prazo da F&A, partindo do pressuposto que a conclusão da integração dos negócios demanda alguns anos (Martynova, Oosting & Renneboog (2007). Evidências de desempenho superior a longo prazo relatam que F&A apresentam retornos sobre o patrimônio menos negativos (Hyland & Diltz, 2002). Megginson *et al.* (2004) relatam que as F&A decrescentes resultam em desempenho de retorno de ações significativamente negativo a longo prazo e declínios significativos nos fluxos de caixa operacionais.

Há uma grande diversidade na escolha do período temporal para a avaliação dos efeitos da F&A (Thanos e Papadakis (2012). Por exemplo, Burt e Limmack (2003) e Ruckman (2007) avaliaram o período de 5 anos antes e depois da F&A; H.A. Krishnan, Hitt, e Park (2007) e Papadakis e Thanos (2010) utilizaram o período de 2 anos antes e depois da F&A. O presente estudo segue utilizou o período de análise de 3 anos antes e depois da F&A, igual a Cording, Christmann, e Weigelt (2010), por conveniência e disponibilidade dos dados. Portanto, apresenta-se a hipótese 3 desse estudo:

H3: A eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS em períodos posteriores (efeito de longo prazo) ao processo de F&A

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse capítulo abordará os procedimentos metodológicos que serão utilizados, apresentando: a classificação metodológica do estudo; a população e amostra; as variáveis da pesquisa; e, por fim, o tratamento dos dados.

3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA DO ESTUDO

Quanto ao problema de pesquisa, esse estudo é classificado como quantitativo, dado a natureza do dado (financeiro) e o emprego de quantificação na coleta de informações e no tratamento estatístico dos dados para observar a relação entre as variáveis (Raupp & Beuren, 2013). Adequado, pois o estudo busca identificar a influência da remuneração executiva no desempenho empresarial após uma F&A, medido por meio das eficiências operacional e financeira, mediante a quantificação dos fatores que influenciam essas eficiências.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa tem caráter descritivo, visto que busca descrever as relações entre as variáveis, bem como descrever as características de uma determinada população, qual seja, as empresas brasileiras que passaram por algum processo de F&A entre os anos de 2010 a 2021. Como definido por Raupp & Beuren (2013), pesquisas descritivas observam, registram e analisam os dados, sem interferências ou manipulações, já que os dados são extraídos diretamente de documentos (fonte primária). Adequado, pois o estudo busca descrever as relações entre diferentes estruturas da Remuneração Executiva e sua relação com o desempenho empresarial.

Quanto aos procedimentos, é tido como uma pesquisa documental (Martins & Theóphilo, 2016), visto que a base da informação são (i) as Demonstrações Financeiras das companhias, disponíveis nos Sistemas CVM, de onde são extraídos os valores para o cálculo dos índices de desempenho; (ii) os Formulários de Referência, disponíveis nos Sistemas CVM, de onde são extraídos os valores que compõe a Remuneração Executiva; e (iii) os Relatórios de Fatos Relevantes, disponíveis nos Sistemas CVM, onde serão coletadas informações dos anos de ocorrência de processos de F&A nas companhias analisadas.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreende a totalidade das empresas de capital aberto reguladas pela CVM e que enviaram seus dados, no período entre os anos de 2010 e 2021. O

período temporal definido inicia no ano de 2010 pois (i) é o marco da adoção completa às normas internacionais de contabilidade; (ii) início da obrigação da divulgação da remuneração executiva (CVM, 2009); e, (iii) busca capturar o movimento crescente das transações de F&A na economia brasileira neste período (Batista, Lamounier & Mário, 2023).

Para composição da amostra foram consideradas: companhias de capital aberto, dada a disponibilidade de acesso aos dados; companhias com dados disponíveis na CVM a fim de coletar as informações contábeis e de remuneração; e companhias que não sejam do setor financeiro, visto que esse tipo de atividade possui regulamentação própria da contabilidade. A exclusão das instituições financeiras também se justifica devido à característica da intermediação financeira, sua forte alavancagem e a consequente tendência a produzir indicadores contábeis não comparáveis aos relacionados às entidades não financeiras.

Assim, a Tabela 5 demonstra a composição da amostra da pesquisa.

Tabela 5.

Composição da amostra da pesquisa

Critério	População (P)	Amostra (A)
Empresas ativas na B3^(a) - População	100%	535
(-) Empresas do setor “Financeiro”	26,54%	142
(-) Companhias com dados inconsistentes para o cálculo das variáveis	25,60%	137
(-) Empresas com menos de 12 anos de informações ^(b)	11,77%	63
Amostra Final	36,07%	193

Nota. (a) Conforme disponível em “Empresas listadas” no sítio da B3 (<http://www.b3.com.br>) na data de 02/03/2023. (b) Foram desconsideradas firmas com menos de 12 anos de informações visando a consistência dos coeficientes estimados a partir dos modelos econométricos utilizados, conforme demonstrado na seção “3.4 – Tratamento dos dados”.

A partir da Tabela 5 observa-se a composição detalhada da amostra da pesquisa. Após as exclusões referentes ao setor financeiro, foram desconsideradas as companhias que apresentaram inconsistências na mensuração das variáveis do estudo, as quais compreendem remuneração paga em bônus e a remuneração paga em ações. Também não foram consideradas empresas com menos de doze anos de informações. Essa escolha busca a consistência dos coeficientes mensurados pelos modelos econométricos, conforme detalhado na seção 3.5.

A identificação das companhias que passaram por F&A foi realizada no portal público “Central de Sistemas CVM”, consultando a seção de relatórios de Fatos Relevantes, filtrando por “Protocolo e Justificação de Incorporação, Fusão ou Cisão” no campo espécie.

A análise de dados em painel é adequada para esse trabalho dado as vantagens conferidas como mais graus de liberdade, menor colinearidade entre as variáveis, observações de corte transversal e de séries temporais (Gujarati, 2019). Os dados de painel balanceados da

série temporal de doze anos são adequados para analisar qualquer ligação transversal entre essas variáveis (Fávero e Belfiore, 2017).

Finalmente, os valores monetários são analisados considerando o efeito temporal sobre o dinheiro. Portanto, os dados monetários coletados para a remuneração foram atualizados pela inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Este índice foi empregado por Souza *et al.* (2018), considerado confiável sendo o índice adotado pelo Governo. Todas as remunerações que compõem o pacote da remuneração executiva foram atualizadas ano a ano pelo IPCA, até dezembro de 2021.

A tabela 6 apresenta a composição da amostra da pesquisa segregada por setores da B3 e demonstra a representatividade do grupo.

Tabela 6.

Composição da amostra da pesquisa por setores econômicos

Setor econômico	Não passaram por F&A	Passaram por F&A	Total	Setor/Total	Ocorrências de F&A
Consumo Cíclico	32	19	51	26,42%	39
Bens Industriais	24	10	34	17,62%	26
Utilidade Pública	30	8	38	19,69%	18
Materiais Básicos	4	12	16	8,29%	28
Consumo não cíclico	6	10	16	8,29%	40
Saúde	2	6	8	4,15%	27
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	2	4	2,07%	15
Comunicações	2	3	5	2,59%	12
Tecnologia da Informação	0	3	3	1,55%	9
Outros	15	3	18	9,33%	28
Total Geral	117	76	193	100%	242

Nota. (a) as empresas classificadas no setor “outros” as quais são destinadas à administração de outras, caracterizando pequenas participações, não tendo uma atividade fim que se classifique de forma adequada aos setores econômicos da B3.

A partir da Tabela 6 é possível observar os setores com maior representatividade na amostra, sendo Consumo cíclico (26,42%), Utilidade pública (19,69%) e Bens industriais (17,62%). A escolha da periodicidade anual para a coleta e análise dos dados é uma restrição advinda da divulgação das informações referentes a Remuneração Executiva, divulgada para o um período anual (exercício) por meio do Formulário de Referência enviado pelas empresas para a CVM. A Tabela 7 apresenta a quantidade anual de ocorrências de F&A para o período de 2010 a 2021, segregado por setor econômico.

Tabela 7.

Ocorrência de processos de F&A ao longo dos anos de 2010 a 2021

Setor Econômico	CC	BI	UP	MB	CNC	SAU	PET	COM	TI	OUT	Total
2010	5	3	4	5	4	4	2	1	0	0	28
2011	4	5	0	1	4	5	1	1	1	0	22
2012	2	1	4	1	4	4	2	1	1	12	32
2013	2	2	2	3	5	1	2	1	0	6	24
2014	7	2	0	4	4	3	2	0	1	2	25
2015	3	0	2	1	3	0	1	2	2	2	16
2016	4	4	1	0	3	0	0	2	0	0	14
2017	3	1	0	6	3	1	1	1	1	1	18
2018	2	1	2	1	3	2	1	1	1	1	15
2019	0	3	2	3	4	3	1	1	1	2	20
2020	3	2	1	2	2	2	1	0	1	2	16
2021	4	2	0	1	1	2	1	1	0	0	12
Total	39	26	18	28	40	27	15	12	9	28	242
%	16%	12%	7%	12%	17%	11%	6%	5%	4%	12%	100%

Nota. setores econômicos: CC = Consumo cíclico; UP = Utilidade pública; BI = Bens industriais; MB = Materiais básicos; CNC = Consumo não cíclico; SAU = Saúde; PET = Petróleo gás e biocombustíveis; TI = Tecnologia da informação; OUT = Outros.

Conforme exposto na Tabela 7, as empresas que compõem o grupo de interesse dessa dissertação divulgaram, por meio de Fatos Relevantes, 242 processos de F&A no período de 2010 a 2021. Dentre os setores que mais realizaram F&A, salienta-se os setores de Consumo Cíclico (16%), Consumo não Cíclico (17%), Materiais Básicos (12%), Bens Industriais (12%) e Saúde (11%), Petróleo, gás e biocombustíveis (6%), e Utilidade Pública (7%) representando 80% do total da amostra. Comunicações (5%), Tecnologia da Informação (4%) e Outros (12%), tiveram menos ocorrências de F&A quando comparado aos outros no período. A partir das observações, é possível perceber uma grande variabilidade quanto ao número de operações entre os anos, com uma diminuição nos anos de 2015 e 2016, assinalado como um período de incerteza política capaz de influenciar o volume das operações de F&A (Bonaime, Gulen, Ion, 2018; Alves, Victor & Grandó, 2021).

3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Esta seção detalha as variáveis utilizadas para responder ao problema da pesquisa, ou seja: a Eficiência Empresarial (melhora do desempenho passado, atribuída ao processo F&A), a Remuneração Executiva (medida como a sensibilidade da remuneração ao desempenho, “PPS”), os processos de F&A e variáveis de controle.

A Tabela 8 apresenta o suporte teórico para utilização das *proxies* que representam a variável teórica na operacionalização desta pesquisa, bem como o sinal encontrado em estudos anteriores na relação entre estas variáveis.

Tabela 8.
Variáveis de pesquisa

Dimensão	Variável	Sigla	Suporte teórico	Sinal esperado	Fonte Dados
VARIÁVEIS DEPENDENTES					
Eficiência Empresarial	Fluxo de Caixa Operacional	FCO	Carline, Linn & Yadav (2009); Ghosh (2001).	Não se aplica	Portal Dados Abertos da CVM
	Retorno sobre o ativo	ROA	Teti & Spiga (2022); Mamun, Tannous & Zhang (2021).	Não se aplica	
	Q de Tobin	QT	Amewu & Alagidede (2018)	Não se aplica	
	Retorno sobre o Patrimônio	ROE	Teti & Spiga (2022); Mamun, Tannous & Zhang (2021).	Não se aplica	
	Retorno Total ao Investidor	TSR	Amewu & Alagidede (2018)	Não se aplica	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES					
Remuneração	Sensibilidade da remuneração executiva ponderada por ROE	PPSR	Brander, Egan & Endl (2021); Araujo & Ribeiro (2020); Bodolica & Spraggon (2015)	+/-	Portal Dados Abertos da CVM
	Sensibilidade da remuneração executiva ponderada por TSR	PPST		+/-	
	Variação da Remuneração Média	Δ REM	Brandão <i>et al.</i> (2019)	+	
Fusões e Aquisições	Ocorrência de F&A	F&A	Akpan <i>et al.</i> (2020); Araujo & Ribeiro (2020); Amewu & Alagidede (2018)	+/-	Fatos Relevantes Sistemas CVM
VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE					
Controle	Tamanho da empresa	TAM	Amewu e Alagidede (2020); Ntim <i>et al.</i> (2015); Silva e Chien (2013);	+/-	Portal Dados Abertos da CVM
	Alavancagem	ALAV	Silva e Chien (2013)	+/-	Portal Dados Abertos da CVM
	Nível de Governança Corporativa	GC	Silva e Chien (2013); Aguiar e Pimentel (2017)	-	Portal Dados Abertos da CVM
	Recessão econômica	REC	Silva e Chien (2013); Aguiar e Pimentel (2017)	+/-	IBGE

Fonte: elaborado a partir de diversos autores (2023)

Para a variável dependente de eficiência empresarial, foram escolhidas cinco *proxies* comumente utilizadas para medir a eficiência empresarial em pesquisas sobre F&A (Carline, Linn & Yadav, 2009; Ghosh, 2001; Teti & Spiga, 2022; Mamun, Tannous & Zhang, 2021; Boateng, Bi & Brahma, 2017).

A variável independente de interesse é a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho (PPS) (Brander, Egan & Endl, 2021; Araujo & Ribeiro, 2020; Bodolica & Spraggon, 2015). As variáveis de controle são o tamanho da empresa, apontado como fator explicativo para maiores remunerações, o nível de alavancagem, como fator capaz de influenciar no desempenho empresarial, os níveis de governança corporativa, como fator que influencia na remuneração executiva e a recessão econômica brasileira nos anos de 2015, 2016 e 2020, apontada como fator macroeconômico capaz de influenciar o desempenho, além das atividades de F&A (Amewu e Alagidede, 2020; Ntim *et al.*, 2015; Silva e Chien, 2013; Aguiar & Pimentel, 2017).

3.3.1 Variáveis Dependentes da pesquisa

As variáveis dependentes nas pesquisas representam as medidas a serem explicadas pelas variáveis independentes (Gil, 2010; Marconi & Lakatos, 2010). A variável de interesse nesta dissertação é a Eficiência Empresarial advinda do processo de F&A, aqui representado por *proxies*, conforme demonstrado na Tabela 9.

Tabela 9.

Variáveis de eficiência empresarial

Variável	Sigla	Métrica (Índice)
Retorno sobre ativo	ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	Lucro líquido ajustado pelos efeitos de transações que não envolvem caixa, ponderado pelo Ativo Total (valor divulgado na DFC)
Q de Tobin	TOBINQ	$\frac{\text{Valor de mercado das ações}}{\text{Valor de reposição dos ativos}}$
Retorno sobre o Patrimônio	Δ ROE	$\Delta \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$
Retorno Total ao Investidor	Δ TSR	$\Delta \frac{\text{Preço ação } t - \text{Preço ação } t - 1 + \text{dividendos}}{\text{Preço ação } t - 1}$

Fonte: Elaborado a partir de diversos autores, conforme Tabela 9. O Fluxo de Caixa Operacional é um valor divulgado pela empresa na Demonstração de Fluxo de Caixa, disponível nas Demonstrações Financeiras no Portal Dados Abertos da CVM. Δ ROE é a variação da razão entre lucro líquido e patrimônio líquido em t e t-1.

A fim de capturar a eficiência empresarial decorrente de uma F&A, a literatura utiliza medidas como as medidas contábeis de lucratividade, e medidas de variações de mercado, conforme demonstrado na demonstradas no Tabela 8: o retorno sobre o ativo (ROA), o fluxo de caixa operacional (FCO), o indicador Q de Tobin (TOBINQ).

Este trabalho utilizou o modelo aproximado de Chung e Pruitt (1994) para o Q de Tobin, dado a complexidade de mensuração do modelo originalmente proposto no trabalho de Tobin (1969). A metodologia desenvolvida por Chung e Pruitt (1994) é bem aceita na literatura (Pereira *et al.*, 2014), sendo utilizada em grande parte das pesquisas desenvolvidas devido a simplificação na obtenção da informação e por ser considerada pelos pesquisadores como uma aproximação adequada do Q de Tobin.

No modelo de Chung e Pruitt (1994), o valor do custo de reposição dos ativos é substituído pelo valor contábil dos Ativo Total, sob o argumento da inexistência de mercados ativos para todos os bens, e pela complexidade e dificuldade na mensuração de tais valores. A variável “valor de mercado da dívida” é substituída pelo valor contábil da dívida, sob a mesma justificativa de operacionalização com uso de dados divulgados. O objetivo de Chung e Pruitt (1994) foi propor um modelo aplicável e prático do ponto de vista da mensuração, dada a ausência de dados para os cálculos mais sofisticados, principalmente quanto ao valor de reposição dos ativos. A proposta de Chung e Pruitt (1994) é explicitada na Tabela 10.

Tabela 10.

Modelo aproximado para o cálculo do Q de Tobin

Q de Tobin (Tobin, 1969)	Q de Tobin Aproximado (Chung & Pruitt, 1994)
$\frac{VMA + VMD}{VRA}$	$\frac{VMA + VD}{AT}$

Nota: VMA é o valor de mercado da empresa, mensurada pelo preço das ações; VMD é o valor de mercado da dívida; VRA é o valor de reposição dos ativos; VD é o valor contábil das dívidas totais (calculado pelo valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo); AT é o valor contábil dos ativos totais.

O modelo Chung e Pruitt (1994) baseia-se em informações contábeis a fim de tornar viável a sua aplicação. Com exceção do valor de mercado dos ativos, as demais variáveis são aproximadas por valores contábeis. O valor de reposição dos ativos, como já mencionado, é substituído pelo montante do ativo total contábil e o valor de mercado da dívida é substituído pelo valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo.

3.3.2 Variáveis Independentes de interesse e de controle da pesquisa

As variáveis independentes representam a medida explicativa ao fenômeno, manipulado ou não, pelo pesquisador a fim de verificar a influência que exerce sobre um possível resultado (Marconi & Lakatos, 2010). Na presente dissertação, a variável independente refere-se à

Remuneração Executiva e sua capacidade de influenciar a eficiência. A Remuneração Executiva é um pacote composto de diversas remunerações, tais como: remuneração fixa anual, remuneração variável e remuneração baseada em ações. A Tabela 11 apresenta três propostas diferentes de operacionalização da variável no presente estudo.

Tabela 11.

Variáveis de remuneração executiva

Variável	Sigla	Métrica	Interação	Base de Dados
Pay-performance sensitivity1, ponderada pela ROE	PPSR	$\frac{\Delta \text{Remuneração individual média}_t}{\Delta \text{ROE}_{t-1}}$	PPSR*FA	Formulário de Referência
Pay-performance sensitivity2, ponderada pela TSR	PPST	$\frac{\Delta \text{Remuneração individual média}_t}{\Delta \text{TSR}_{t-1}}$	PPST*FA	
Variação da Remuneração Total Média	ΔREM	$\frac{\Delta \text{Remuneração individual média}_t}{\text{Remuneração individual média}_{t-1}}$	$\Delta \text{REM} * \text{FA}$	

Fonte: elaborado pelo autor (2023). ROE é o retorno sobre o patrimônio; TSR é o retorno total ao investidor, medido pela variação no preço da ação e dividendos pagos. Δ é a diferença entre a Remuneração em t e a remuneração em t-1

Conforme buscou-se evidenciar à Tabela 11, a forma de mensuração da variável que mede a Sensibilidade da Remuneração Executiva ao desempenho (PPS). A PPS é um construto que mede a variação da remuneração ano a ano (t) ponderada pela variação no desempenho da empresa defasado (t-1). Assim, busca-se verificar se a variação da remuneração executiva é sensível à variação do desempenho do ano anterior da empresa.

Na primeira variável (PPSR) buscou-se ponderar a variação na remuneração individual média pelo desempenho medido pelo Retorno sobre o Patrimônio (ROE) em t-1. Na segunda variável pondera-se a variação da remuneração individual média pelo retorno total ao investidor (TSR) em t-1. A terceira variável pondera a variação da remuneração individual média (ΔREM) pela remuneração individual média em t-1

Por fim, a Tabela 12 apresenta as variáveis de controle da pesquisa. As variáveis de controle têm por objetivo eliminar explicações alternativas para os achados de pesquisa (Gujarati, 2019), que aconteceriam com a omissão de fatores no modelo que possam estar correlacionados com as variáveis. Por exemplo, como visto na seção 2.4, sabe-se que a literatura identificou fatores que influenciam a eficiência empresarial, tais como: alavancagem, e impactos macroeconômicos (recessão e covid-19); e a Remuneração Executiva, tais como: o tamanho da empresa, o setor e o nível de governança corporativa.

Tabela 12.

Variáveis de controle

Variável	Sigla	Operacionalização	Descrição	Suporte teórico
Tamanho	TAM	\ln do ativo total	Medida de porte organizacional	Amewu e Alagidede (2020); Ntim <i>et al.</i> (2015); Silva e Chien (2013).
Alavancagem	ALAV	$\frac{\text{Passivos exigíveis}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Índice de endividamento da empresa	Silva e Chien (2013).
Crescimento das Vendas	VENDAS	$\frac{\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1}}{\text{Vendas}_{t-1}}$	A relação entre as vendas atuais e as vendas anteriores	Amewu e Alagidede (2020); Bueren, Pamplona e Leite (2020) Kato <i>et al.</i> (2006)
Nível de Governança Corporativa	NGC	Variável <i>dummy</i> = 1, se a empresa se enquadra no Nível 2 de GC ou no Novo Mercado; 0, caso contrário	Indica os níveis mais altos de práticas de governança corporativa conforme as classificações definidas pela B3.	Silva e Chien (2013); Aguiar e Pimentel (2017).
Setor	SETOR	Variável <i>dummy</i> = 1, para o setor; 0, caso contrário	Setor de atividade da empresa, segundo classificação da B3	Aguiar e Pimentel (2017)
COVID-19	COVID	Variável <i>dummy</i> = 1, se ano 2020 e 2021; 0, caso contrário	Indica como o desempenho das empresas foi afetado pela COVID-19.	Proposto pelo estudo
Recessão	REC	Variável <i>dummy</i> = 1, se os dados são referentes ao ano de 2015 e 2016; 0, caso contrário.	Indica como o desempenho das empresas foi afetado pela recessão econômica.	Proposto pelo estudo

Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados da pesquisa.

A tabela 12 apresenta a taxa de crescimento das vendas, crise econômica e setor de atuação como fatores que controlam as características das empresas. Segundo Ozkan (2007), Ali Shah *et al.* (2009), Ventura (2013), Fernandes e Mazzioni (2015) evidenciam que o tamanho (TAM) da empresa apresenta relação com a remuneração dos executivos, influenciando os resultados da análise. As pesquisas demonstram que quanto maior a empresa maior tende a ser o valor pago a título de remuneração. Portanto, é esperado uma relação positiva e natural (Aguiar & Pimentel, 2017). Geralmente, são utilizadas como medidas do porte ou tamanho de uma empresa o valor do Ativo Total, da Receita Líquida, do Lucro e o número de funcionários. Neste estudo o tamanho da empresa foi considerado como o Ativo Total da empresa, dado pelo

logaritmo natural para reduzir a variabilidade e heterogeneidade de valores entre as empresas da amostra (Vacin & Procianoy, 2016). Remunerações mais altas são geralmente associadas a empresas maiores (Free, Kent, Qu & Yao, 2023; Burns *et al.*, 2017; Espenlaub, Goyal e Mohamed, 2020).

Os índices de alavancagem (ALA) revelam a estrutura ou o endividamento de uma organização. Estes índices evidenciam as decisões financeiras em termos de captação e aplicação de recursos, de modo que um grau elevado de endividamento pode prejudicar o desempenho da organização. As medidas mais utilizadas são as proporções de capital de terceiros ou próprio em relação ao patrimônio líquido ou ativo total (Silva, 2008). A Alavancagem ou medida da estrutura de capital representa o nível de endividamento da empresa e pode afetar o desempenho das mesmas. Ela foi considerada neste estudo como índice que relaciona os passivos exigíveis com o valor do patrimônio líquido como empregado por Silva e Chien (2013). Pesquisas anteriores mostram que PPS mais alto está significativamente relacionado a menor alavancagem da empresa devido à interação entre contratos de remuneração padrão e risco de inadimplência pessoal (Free, Kent, Qu & Yao, 2023; Cathcart, Dufour, Rossi e Varotto, 2020; Cao, Lemmon, Pan, Qian e Tian, 2019).

A remuneração executiva pode ser considerada como um mecanismo de Governança Corporativa, ao passo que funciona como uma ferramenta para minimizar os conflitos de interesses e custos de agência (Ozkan, 2007), fornecendo incentivos financeiros aos gestores e incentivando-os a tomar decisões que maximizem os benefícios dos acionistas. Diante disso, as empresas que apresentam altos níveis de governança corporativa tenderiam a pagar menores remunerações aos seus executivos e teriam melhor desempenho, como verificado por Sampaio (2009).

Por outro lado, Silva e Chien (2013) constataram que as empresas que possuem melhor governança apresentaram melhor desempenho de mercado. Posto isto, o Nível de Governança (NG) deve ser tratado como uma variável de controle visto que afeta a remuneração e o desempenho. Assim, considerando os níveis de governança corporativa da B3 (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), a variável NG é uma *dummy*, e recebe valor igual a 1 para empresas de Nível 2 ou Novo Mercado (níveis mais altos de governança corporativa), e valor igual a 0 caso contrário (Aguiar & Pimentel, 2017).

O Nível 2 e Novo Mercado contemplam empresas que voluntariamente adotam práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira. As empresas listadas nesses segmentos adotam um conjunto de regras que amplifica os direitos dos acionistas, bem como a divulgação de políticas e existência de estrutura de fiscalização e controle (B3,

2019). Desta forma, devido à utilização de mais instrumentos de governança estas empresas podem apresentar diferenças em seu desempenho quando comparadas às demais empresas da amostra, e por isso a segmentação nesses níveis de governança será considerada na análise.

O desempenho das empresas, como apontado por Fernandes e Mazzioni (2015), sofre influência de diferentes fatores, sejam eles derivados do ambiente externo (situação política ou econômica e pressões regulatórias) ou do ambiente interno das organizações (estrutura de governança, estratégias, metas). Nesse sentido, dado que o período analisado pelo estudo contempla os anos de 2010 a 2021, considerou-se como períodos de recessão econômica os anos de 2015, 2016 e 2020 e suas variações negativas de -3,5%, -3,3% e -3,3%, respectivamente (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE), o que pode ser avaliado por meio da análise do PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro. Assim, dado que esses períodos de recessão econômica podem afetar a eficiência das empresas, a variável recessão foi incluída nos testes como uma variável de controle. Adotou-se a *dummy* Recessão (REC), atribuindo valor igual a 1 para os dados do ano de 2015, 2016 e 2020, e valor igual a 0 para os demais anos.

Para obtenção da variável de controle por setor de atuação, foram utilizadas variáveis *dummies* para os 10 setores apresentados na Tabela 8. A variável de setor busca controlar aspectos inerentes a atuação de cada empresa com a finalidade de observar o comportamento das firmas respeitando particularidades setoriais (Barontini & Bozzi, 2011; Bauer & Matzler, 2014; Bomfim & Callado, 2016).

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Dado o objetivo de analisar a influência da remuneração sobre o desempenho empresarial, foi realizado regressões múltiplas de dados em painel, observando os fatores determinantes do desempenho medidos pelas Eficiências Empresariais geradas pelas F&A, considerando como variável independente de interesse a remuneração executiva, medida pela sensibilidade da remuneração ao desempenho (PPS) após F&A.

Os dados da remuneração executiva foram obtidos no Portal Dados Abertos da CVM. A CVM os disponibiliza em arquivos eletrônicos, no formato estruturado (CSV), por ano, a partir do ano de 2010. O Formulário de Referência está disponível no arquivo “fre_cia_aberta_remuneracao_total_orgao_20YY”, onde “YY” é o ano referência. Cada ano possui a informação do ano de referência, e os dois anos anteriores, conforme Resolução CVM nº 80/2022. Esta pesquisa compilou em arquivo único os 12 arquivos (banco de dados de 2010 a 2021) disponibilizados no Portal da CVM.

O procedimento acima descrito resultou em um arquivo com dados em duplicidade, dado que cada arquivo possui a informação de três exercícios (ano corrente, e os imediatamente anteriores). Observou-se que a informação da remuneração se alterava dentro de um mesmo exercício. Ante o exposto, optou-se por manter somente a informação mais recente divulgada, tomando por base as informações contidas na coluna “ID Documento” de maior numeração.

O arquivo que contém os dados da Remuneração não possui a data de recebimento do documento pela CVM. Dessa forma, por meio das informações contidas na coluna “ID Documento” buscou-se a informação da data de recebimento do documento (“DT_RECEB”), contida no arquivo “fre_cia_aberta_20YY”, onde YY é o ano documento. Dessa forma foi possível determinar o arquivo mais recente e expurgar da base de dados as informações de remuneração enviadas em anos anteriores. De posse dos dados referente a Remuneração, em formato anual, adicionou-se as informações da contabilidade, extraídas das demonstrações contábeis enviadas pelas empresas à CVM, e as informações da ocorrência ou não de F&A para o período, extraídas dos Relatórios de Fatos Relevantes.

A informação sobre a Remuneração Executiva está disponível no portal público “Central de Sistemas CVM”, em arquivos eletrônicos no formato estruturado (CSV), disponibilizados por ano, a partir do ano de 2010. Internamente, o arquivo segrega as informações sobre a remuneração Executiva (diretoria estatutária), conforme determinava a antiga Resolução CVM 480/2009 (revogada), mantida na Resolução vigente CVM 80/2022. A informação disponibilizada sobre a remuneração é aglutinada, conforme demonstrado na Tabela 13, na qual, salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros são apresentados em um único valor denominado “Remuneração Fixa Anual”, o mesmo para os outros itens da Tabela.

Tabela 13.

Segregação da Remuneração no Formulário de Referência

Remuneração	Segregação
Remuneração fixa anual	Salário ou pró-labore
	Benefícios diretos e indiretos
	Remuneração por participação em comitês
	Outros
Remuneração variável	Bônus
	Participação nos resultados
	Remuneração por participação em reuniões
	Comissões
	Outros
Benefícios pós-emprego	
Benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	
Remuneração baseada em ações, incluindo opções	

Fonte: Adaptada da seção 13.2.d do Anexo 24 da ICVM 480/09.

O arquivo eletrônico disponibiliza além da remuneração do exercício (ano) informado, a informação dos dois exercícios sociais anteriores. Além da remuneração da Diretoria Estatutária (executiva), o arquivo possui também a informação da remuneração do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal.

Os dados disponibilizados pela CVM não estão disponíveis em um único arquivo. Eles estão disponíveis em arquivos organizados por ano e por tipo de documento. Portanto, um trabalho com um espaço temporal como o presente, que utiliza uma série de 12 anos exige a consolidação de no mínimo seis arquivos, caso dos arquivos das demonstrações contábeis que tem as informações do ano corrente e do ano anterior (dois exercícios) ou quatro arquivos, caso dos arquivos que possuem três exercícios (por exemplo, os arquivos que contém a informação da remuneração executiva).

A vantagem de utilizar essa fonte de dados é (i) sua gratuidade, por tratar-se de dados abertos disponibilizados pela entidade reguladora; (ii) ser mais prático do que coletar manualmente empresa a empresa, ano a ano, nos sistemas da CVM; e (iii) ser mais confiável quando comparado a coleta automatizada utilizando códigos em softwares como o “*R Studio*” que importam conjuntos de dados financeiros.

3.5 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

Este estudo emprega dados de painel que abrangem o período de 2010 a 2021 e são desbalanceados. Os dados são desbalanceados porque não dispõe do mesmo número de observações para todas as variáveis no período, especialmente quanto ao preço das ações. Os dados em painel têm os benefícios de conter mais informações, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, mais eficiência, maior grau de liberdade, respondem pela heterogeneidade individual e são ideais na dinâmica (mudanças que seguem as mesmas unidades individuais ao longo do tempo) (Gujarati, 2019).

Para atender aos pressupostos da estatística paramétrica, analisou-se as variáveis quanto a sua distribuição estatística: se normal (paramétrica) ou não normal (não paramétrica). A normalidade das variáveis foi testada a partir da aplicação do teste de *Shapiro-Wilk*, apresentando, para todas as variáveis uma “ $\text{Prob}>z$ ” menor que 0,05 de apresentar distribuição normal, demonstrando, portanto, uma distribuição não normal dos dados (não paramétrica).

Segundo Fávero e Belfiore (2017), a não normalidade da distribuição dos dados não invalida os resultados dos testes posteriores, contudo restringe a extrapolação dos resultados.

Outra verificação necessária de pressupostos estatísticos é quanto à colinearidade das variáveis. A análise de correlação de *Spearman* é demonstrada na análise dos resultados (capítulo 4), adequado dado a não normalidade dos dados da pesquisa (Fávero & Belfiore, 2017). As variáveis dependentes da pesquisa foram analisadas a partir do teste U de *Mann-Whitney* (não paramétrico) buscando observar diferenças entre os períodos em que as empresas passaram por F&A de períodos anteriores ao processo de F&A.

Quanto à regressão dos dados, as análises foram executadas observando a sensibilidade da remuneração ao desempenho pela variação da remuneração executiva média ao desempenho empresarial, e o fator relacionado à F&A. Portanto, para testar a hipótese H1 de que “a sensibilidade da remuneração ao desempenho é maior após processos de F&A”, estimou-se a Equação 1.

$$DES_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta REM_{it}) + \beta_2(F\&AAC_{it}) + \beta_3(\Delta REM_{it} * F\&AAC_{it}) + \beta_4 \sum (Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

Em que:

DES_{it} = variável representativa do desempenho da empresa i no ano t ;

ΔREM_{it} = variável representativa da variação da remuneração média da empresa i no ano t ;

$F\&AAC_{it}$ = variável de ocorrência de F&A acumulada, representa que a empresa já passou por F&A em período anterior, relativas à empresa i no ano t ;

$\Delta REM_{it} * F\&AAC_{it}$ = Interação entre a variável remuneração média e a variável F&AAC, da empresa i no ano t e

$Controle_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no ano t ; e

ε_{it} = é o termo de erro da empresa i no ano t .

Para a Equação 1, espera-se que β_3 apresente sinal positivo, alinhado a literatura anterior que encontrou influência positiva da remuneração executiva e o desempenho empresarial; e estudos que encontraram relação positiva do evento de F&A e o desempenho empresarial após o evento.

Dada a finalidade de observar a influência da sensibilidade da remuneração executiva na eficiência empresarial, formulou-se a hipótese H2: “A eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS quando proveniente de um processo de F&A”, dada pela Equação 2.

$$EE_{it} = \alpha + \beta_1(PPS_{it}) + \beta_2(F\&A_{it-1}) + \beta_3(PPS_{it-1} * F\&A_{it-1}) + \beta_4 \sum (Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

Em que:

EE_{it} = variável representativa da Eficiência Empresarial da empresa i no ano t ;

PPS_{it} = variável representativa da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho da empresa i no ano t ;

$F\&A_{it-1}$ = variáveis de ocorrência de F&A, relativas à empresa i no ano $t-1$;

$PPS_{it-1} * F\&A_{it-1}$ = Interação entre a variável F&A e a variável sensibilidade da remuneração ao desempenho da empresa i no ano $t-1$ e

$Controle_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no ano t ; e

ε_{it} = é o termo de erro da empresa i no ano t .

A partir da Equação 2, espera-se que os fatores determinantes da Eficiência Empresarial sejam estatisticamente significativos e positivos quanto ao β_3 e explicativos do comportamento da Eficiência Empresarial, apresentando sinal positivo na relação com a sensibilidade da remuneração executiva, bem como na variável de interação “ $PPS_{it-1} * F\&A_{it-1}$ ”, demonstrando a sinergia gerada entre as empresas decorrente das F&A e sua influência na Eficiência Empresarial após o processo de F&A.

A interação entre variáveis representa um conceito de três fatores a partir da análise da influência de duas variáveis explicativas, já consideradas no modelo individualmente, e que juntas influenciam a variável dependente (Fávero & Belfiore, 2017). A partir da interação entre a variável de F&A e Sensibilidade da Remuneração Executiva, buscou-se avaliar o efeito moderador da Remuneração Executiva na relação entre Eficiência Empresarial e F&A, a qual foi representada por “ $PPS_{it-1} * F\&A_{it-1}$ ”. Para que não seja possível rejeitar a H2, espera-se que as variáveis apresentem coeficientes positivos e estatisticamente significativos.

Com a finalidade de observar o comportamento da relação entre EE e F&A ao longo do tempo, para atendimento da H3 “A eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS em períodos posteriores (efeito de longo prazo) ao processo de F&A”, a Equação 3 permite observar o aspecto temporal da sensibilidade da remuneração executiva na Eficiência Empresarial, defasadas pelo período $t-k$ (onde $k = 1, 2$ e 3) observando resultados a longo prazo.

$$EE_{it} = \alpha + \beta_1(PPS_{it-k}) + \beta_2(F\&A_{it-k}) + \beta_3(PPS_{it-k} * F\&A_{it-k}) + \beta_4 \sum (Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Em que:

EE_{it} = variável representativa da Eficiência Empresarial da empresa i no ano t ;

PPS_{it-k} = variável representativa da Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho da empresa i no ano $t-k$;

$F\&A_{it-k}$ = variáveis de ocorrência de F&A, relativas à empresa i no ano $t-k$;

$PPS_{it-k} * F\&A_{it-k}$ = Interação entre a variável F&A e a sensibilidade da remuneração ao desempenho da empresa i no ano $t-k$ e

Controle $_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no ano t ; e

ε_{it} = é o termo de erro da empresa i no ano t .

Com a H3, espera-se verificar os efeitos da PPS na eficiência empresarial nos períodos posteriores à ocorrência das F&A. Para Hasan *et al.* (2017), as F&A têm como essência o atendimento do objetivo de longo prazo da maximização da riqueza dos acionistas, sendo ressaltado também a importância de avaliar o desempenho das F&A, considerando as diferentes formas com que esses ganhos de valor foram criados e alcançados. Para que não seja possível rejeitar a H3, espera-se que as variáveis relativas à eficiência “ PPS_{it} ” e “ $PPS_{it} * F\&A_{it}$ ” apresentem coeficientes positivos e estatisticamente significativos, e ainda, considerando o aspecto temporal, têm-se a expectativa de que os coeficientes aumentem nos anos posteriores aos processos de F&A, conforme demonstrado na seção 4.4.

Visando observar o aspecto temporal relacionado aos efeitos das eficiências empresariais decorrentes dos processos de F&A, conforme versa a H3 do presente estudo, a Equação 3 foi estimada pelo Método dos Momentos Generalizados (*Generalized Method of Moments* - GMM) de empresa com defasagens distribuídas, as quais são representadas por variáveis independentes defasadas (Gujarati, 2006). Os dados foram analisados com periodicidade anual, tendo em vista que a divulgação da remuneração executiva, ocorrendo quando os tomadores de decisões entendem ser favorável para a instituição (Vacín & Procianny, 2016).

Neste contexto, foi verificada a influência da remuneração na eficiência empresarial a partir de defasagens relativas a 3 anos para avaliar as influências dentro de 12 meses, assim como analisaram Amewu e Alagidede (2021) em sua pesquisa: para 1 ano, $t-1$; para 2 anos, $t-2$ e para 3 anos, $t-3$.

Para garantir a robustez das análises, foram realizados testes para identificação de problemas de multicolinearidade, heteroscedasticidade e autocorrelação. Para análise da

multicolinearidade, foi realizado o teste VIF, sendo o maior VIF médio identificado igual a 1,32, não indicando problemas de multicolinearidade entre as variáveis da pesquisa (Fávero & Belfiore, 2017). Para heteroscedasticidade (avaliada a partir dos testes de *Breusch-Pagan*, *White* e *Wald* modificado) e autocorrelação (teste de *Wooldridge*) identificou-se coeficientes significativos, sendo possível considerar que os dados da pesquisa apresentam tais características.

Na sequência, com a finalidade de identificar o melhor modelo para atender ao objetivo da pesquisa (*pooling*, efeitos aleatórios ou efeitos fixos), foram aplicados os testes de especificação de *Breusch-Pagan*, teste de *Chow* e teste de *Hausman* (Fávero & Belfiore, 2017). A partir do resultado dos testes, o efeito *pooling* foi descartado, sendo evidenciado que dentre os modelos de efeitos aleatórios ou fixos, o teste de *Hausman* indicou que o modelo de efeitos fixos com erro padrão seria o mais adequado.

Avaliou-se também a existência de endogeneia a partir da análise da correlação das variáveis independentes com o termo de erro de cada regressão (*Wooldridge*, 2002). Não foram encontradas correlações superiores a 70%. Quanto às pesquisas que buscam compreender e analisar a Eficiência Empresarial, a endogeneidade é identificada entre as variáveis que são relacionadas a características das firmas e apresentam ligações diretas entre a lucratividade, remuneração, investimento e endividamento. Decorrente da origem das informações ser a mesma, estas podem apresentar simultaneidade ou causalidade reversa, em que as variáveis explicativas podem também ser explicadas pela variável dependente (*Wooldridge*, 2002).

A análise dos dados foi realizada de forma descritiva, que consiste em parte do processo de estudo dos dados coletados a partir de inferências. Tal tipo de análise busca investigar as características de um fenômeno, bem como a relação entre variáveis (*Colauto & Beuren*, 2013). Foram utilizados métodos de estatísticas descritivas para organizar e descrever os aspectos importantes que os dados revelam, como média, mediana e variância. Todas as estimações foram analisadas quanto a sua significância global (Teste F) e cada variável analisada quanto a sua significância individual em predizer a variável dependente (Teste t).

4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

Este capítulo aborda os resultados obtidos na pesquisa, bem como a análise e a interpretação quanto a influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após processos de F&A. Com a finalidade de atender aos objetivos gerais e específicos do estudo, além da estatística descritiva das variáveis (4.1), apresenta-se a relação entre a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho após F&A (4.2), a influência da remuneração executiva na eficiência empresarial no período imediatamente após F&A (4.3) e a relação temporal da influência da remuneração executiva na eficiência empresarial em períodos posteriores a F&A (4.4).

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

A Tabela 14 demonstra a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa para todas as empresas da amostra. Os valores são apresentados segregando as observações antes da ocorrência de F&A (coluna F&A = 0) e após a ocorrência da F&A (coluna F&A = 1).

Tabela 14.

Estatística descritiva das variáveis segregadas pela ocorrência de F&A

	F&A	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROA	0	1637	0,0087	0,0345	0,1794	-2,2614	1,2530
	1	679	0,0207	0,0292	0,1094	-0,8149	0,8540
FCO	0	1637	0,0479	0,0510	0,1166	-2,1135	0,5630
	1	679	0,0626	0,0662	0,0798	-0,2752	0,5997
TOBINQ	0	1637	2,5191	1,3803	7,8876	0,2186	178,4171
	1	679	1,8958	1,3285	3,0921	0,4433	72,4841
PPSR	0	1462	14,1404	0,1044	526,8561	-1647,0985	19.656,1434
	1	657	-7,3934	0,0416	178,0899	-2827,2638	2.774,4981
PPSR*FA	0	1462	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	1	657	-7,3934	0,0416	178,0899	-2827,2638	27.744,981
PPST	0	1283	-1,3617	0,0338	143,3766	-4051,2630	27.080,240
	1	626	0,4283	0,0214	23,3384	-317,1446	295,4503
PPST*FA	0	1283	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	1	626	0,4283	0,0214	23,3384	-317,1446	295,4503
TAM	0	1635	21,4759	21,6366	1,7680	14,6358	25,9613
	1	679	22,6550	22,3573	1,6618	18,9361	27,6184
ALAV	0	1635	0,8715	0,4279	11,6465	-115,6677	320,9152
	1	679	11,392	0,5832	6,3725	-82,2808	76,7234
ΔVENDAS	0	1546	0,1711	0,0795	0,9359	-2,7084	15,3270
	1	676	0,1308	0,1001	0,3810	-1,0000	3,5889

Nota. EE: Eficiência empresarial; PPS: Sensibilidade da remuneração executiva; Controle: variáveis de controle.

Na análise dos dados na Tabela 14 observa-se que a ROA após a F&A apresenta uma média mais alta (0,0207) quando comparada às observações da ROA antes da ocorrência da F&A (0,087). O mesmo ocorre para o FCO, apresentando uma média superior após a F&A (0,0626) em comparação com a média anterior ao processo de F&A (0,0479). Variações positivas na lucratividade (ROA) é um resultado almejado pela empresa que opta por F&A como forma de investimento, alcançada por meio de racionalização dos custos, por exemplo. Variações positivas na ROA após F&A são documentadas em diversos estudos como os de Mamun, Tannous e Zhang (2021) e Amewu e Alagidede (2021). Contudo, a variável que mede a eficiência pela medida de mercado (TOBINQ) apresenta uma média inferior após a F&A (1,8958) quando comparada à medida antes da F&A (2,5191).

A Tabela 15 apresenta estatísticas descritivas exclusivamente para o grupo de empresas que passou por F&A, segregando os componentes da remuneração executiva e apresentando as medidas de eficiência empresarial e controle para observações antes (coluna F&A = 0) e após a ocorrência da F&A (coluna F&A = 1).

Tabela 15.

Estatística descritiva dos componentes segregadas pela ocorrência F&A

		F&A	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Componentes da remuneração executiva (A)	Remuneração	0	221	2.983.629	2.354.613	2.314.770	47.431	13.366.147
	Total	1	679	4.308.362	2.946.689	4.365.460	4.393	34.103.557
	Remuneração Fixa Anual	0	221	1.916.929	1.725.450	1.119.052	47.431	5.980.800
		1	679	2.568.734	2.090.186	2.274.332	0,00	24.345.628
	Remuneração Variável	0	221	580.484	0,00	956.191	0,00	4.216.150
		1	679	956.340	281.968	1.918.963	0,00	19.538.051
Medidas de eficiência empresarial (B)	Remuneração Baseada Ações	0	221	485.587	0,00	1.086.135	-865	8.249.511
		1	679	820.003	0,00	2.080.910	0,00	27.046.270
	ROA	0	221	0,0439	0,0441	0,0695	-0,3039	0,2407
		1	679	0,0207	0,0292	0,1094	-0,8149	0,8540
	FCO	0	221	0,0630	0,0640	0,0767	-0,1155	0,3070
		1	679	0,0626	0,0662	0,0798	-0,2752	0,5997
Medidas de controle (C)	TOBINQ	0	221	2,7597	1,5993	4,6626	0,4981	56,3318
		1	679	1,8958	1,3285	3,0921	0,4433	72,4841
	TAM	0	221	21,7157	21,8317	1,4772	21,7157	24,4666
		1	679	22,6550	22,3573	1,6618	22,6550	27,6184
	Δ VENDAS	0	221	0,1609	0,1047	0,4375	-1,000	3,7522
		1	679	0,1308	0,1001	0,3810	-1,000	3,5889

Nota. Remuneração é o valor individual médio por executivo, obtido por meio da divisão do valor total informado pelo número de executivos em cada ano. F&A= 0 indica que as observações são até o ano anterior ao da ocorrência da F&A. F&A = 1 indica as observações do ano da ocorrência da F&A e os posteriores.

A Tabela 15 apresenta três painéis, um com o resumo dos componentes da remuneração executiva (A), um com as medidas de eficiência empresarial (B) e outro com medidas de controle não binárias (C). O painel A mostra as estatísticas para os componentes da

remuneração executiva antes e depois da F&A. Percebe-se que cada executivo recebeu em média uma remuneração fixa anual de R\$ 1.916.929 antes da F&A, e que esse valor médio aumenta para R\$ 2.568.734 após a F&A com um desvio padrão de R\$ 1.119.052 e R\$ 2.274.332, respectivamente. A média da remuneração variável aumenta de R\$ 580.484 para R\$ 956.340 após a F&A.

Já a média da remuneração executiva baseada em ações aumenta de R\$ 485.587 para R\$ 820.003. Esse aumento da remuneração executiva é bem documentado na literatura de remuneração em F&A (Bodolica & Spragon, 2015; Chen, 2018; Göx & Michaeli, 2023) e tem ao menos duas explicações possíveis: a primeira, é a de que o executivo faz jus a uma remuneração maior a partir da F&A, dado que a estrutura e complexidade do negócio após F&A é ampliada. A segunda, que os executivos perseguem seus próprios interesses e buscam por meio da F&A aumentar sua própria remuneração.

Ainda, como esperado, observa-se que a estrutura da composição do pacote de remuneração executiva sofre alteração, com uma parcela menor de remuneração fixa (de 64% antes da F&A para 59%), e uma parcela maior de remuneração variável (19% antes da F&A, após 22%) e de remuneração baseada em ações (16% antes da F&A, após 19%). O aumento na remuneração variável poderia ser explicado por um bônus pago na conclusão da operação de F&A. Já o aumento na média da proporção de remuneração baseada em ações, poderia ser um incentivo ao executivo a perseguir melhores retornos aos acionistas.

Contudo, as estatísticas do Painel B da Tabela 15 são inversas. Nesse caso, as medidas médias de eficiência empresarial antes da F&A são relativamente mais altas do que as médias após a F&A. Em média, a ROA diminui de 0,0439 para 0,0207, a FCO diminui de 0,0630 para 0,0626 e o Q de Tobin diminui de 2,7597 para 1,8958 para as empresas que passaram por F&A no período. O movimento inverso nas médias de remuneração executiva e eficiência empresarial pode estar sugerindo uma relação oposta entre essas variáveis.

Em seguida, em linha com as expectativas primárias, as médias das demais variáveis financeiras e específicas da empresa são as esperadas se compararmos as médias antes da F&A e após-F&A. Após a F&A, espera-se que o tamanho da empresa aumente. Há, no entanto, uma taxa de crescimento menor nas médias das vendas após a F&A (diminui de 0,1609 para 0,1308). As empresas envolvidas em F&A tendem a se estabilizar e aproveitar qualquer sinergia advinda da F&A (Fiorentino & Garzella, 2015; Rozen-Bakher, 2018). Isso tem o potencial de afetar a taxa de crescimento das vendas após a F&A. Contudo, conforme evidenciado na literatura, aumentar a lucratividade das empresas por meio de vendas pode não ser a prioridade dos

executivos (Murphy, 1985), mas sim um aumento da própria remuneração (Brick, Palmon & Wald, 2012; Chen, Hung, Li & Xing, 2017).

Quanto às variáveis que representam a eficiência empresarial, observa-se que TOBINQ apresentam desvio padrão alto e superior à sua média, o que demonstra a dispersão dos dados, enquanto ROA e FCO tem desvio padrão muito próximo à média o que indica uma concentração dos dados próximos à média.

4.2 SENSIBILIDADE DA REMUNERAÇÃO AO DESEMPENHO APÓS F&A

Esta seção tem como objetivo analisar a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho após processos de F&A, conforme descrito na Hipótese 1 da presente pesquisa: a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho é maior após processos de F&A.

A Tabela 16 apresenta a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis incluídas na análise de regressão.

Tabela 16.

Matriz de correlação de *Spearman* para F&A, Remuneração e Desempenho

	Δ ROE	Δ TSR	Δ REM	F&A	Δ RM*FA	TAM	ALAV	Δ VENDAS	NGC	REC
Δ TSR	0,0437									
Δ REM	0,0040	-0,0541								
F&AAC	0,0169	-0,0261	0,0150							
Δ REM*FA	0,0143	-0,0249	0,5298*	0,0555*						
TAM	0,0569*	-0,0224	0,0312	0,2652*	0,0450					
ALAV	-0,0392	-0,0276	0,0122	0,1701*	0,0285	0,2448*				
Δ VENDAS	0,2436*	0,0160	0,0596*	0,0431	0,0361	0,1200	0,0720*			
NGC	-0,0037	0,0096	-0,0153	-0,1845*	-0,0342	-0,3640*	-0,0684*	-0,0613*		
REC	-0,0575*	0,0879*	-0,0677*	0,0575*	0,0041	0,0346	-0,0047	-0,2087*	0,0000	
COVID	0,0893*	-0,0881*	-0,0821*	0,0861*	-0,0685*	0,0804*	-0,0159	0,1105*	0,0000	0,2582*

Nota. Variáveis descritas na seção 3.3 – variáveis da pesquisa. * é significante a 1%.

A Tabela 16 demonstra que as variáveis com maior coeficiente de correlação positiva, e significância estatística a 1%, foram as variáveis Δ ROE e Δ VENDAS. A correlação entre as variáveis dependentes apresentou significância estatística a 5% e um coeficiente pequeno. A variável de variação da remuneração média apresenta correlação significativa e negativa a 5% com a medida de desempenho TSR, comportamento diverso do esperado. Entre os maiores coeficientes de correção, NGC e TAM apresentaram correlação significativa e negativa. Contudo, a literatura indica que correlações de até 0,7 entre variáveis financeiras não são um problema (Fávero & Belfiore, 2017).

A seguir, apresenta-se os resultados da regressão linear para as variáveis dependentes ROE e TSR na Tabela 17.

Tabela 17.

Sensibilidade da remuneração ao desempenho após F&A

Variável	(1) ROE	Erro padrão	(2) TSR	Erro padrão
Constante	-10,8381*	3,0810	0,0236	1,8309
Δ REM	-0,4426	5,3635	1,0263	3,6751
F&A	-0,1726	0,4978	-0,2990	0,2960
Δ REM*FA	1,2538	10,2264	6,8750	6,2331
TAM	0,4901*	0,1391	-0,0041	0,0826
ALAV	-0,1388*	0,0210	-0,0084	0,0124
Δ VENDAS	-0,1593	0,2718	0,1555	0,1691
NGC	0,0537	0,4828	-0,0841	0,2891
REC	0,3057	0,5201	1,0372*	0,3057
COVID	0,0733	0,6105	-0,7172*	0,3579
Observações	1.879		1.879	
Empresas	193		193	
R ²	0,026		0,008	
R ² ajustado	0,022		0,004	
Teste F	0,000		0,000	

Nota. Modelos 1 e 2 estimados pela Equação 1 considerando a sensibilidade da remuneração como a variação da remuneração média a variação do desempenho medido pelo ROE e TSR. Variáveis especificadas na seção 3.3 – Variáveis da Pesquisa. * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%. F&AAC é uma *dummie* = 0, até o ano que a empresa não passou por F&A, e = 1 a partir do ano da F&A.

A Tabela 17 evidencia os resultados para os modelos 1 e 2 mensurados pela Equação 1, os quais apresentam significância global (significância estatística a 1% no teste F) para as variáveis dependentes. Observa-se que o comportamento do R² apresenta maior coeficiente no retorno sobre o patrimônio (ROE, modelo 1). As variáveis TAM e ALAV apresentaram significância estatística para a ROE, com a alavancagem influenciando negativamente a ROE.

A medida de variação da remuneração executiva média não foi estatisticamente significativa para ROE e TSR. No mesmo sentido, a variável de interação entre a variação da remuneração executiva média e a variável F&AAC também não apresentou significância estatística, portanto, não se pode confirmar a hipótese de que a sensibilidade da remuneração ao desempenho é maior após os processos de F&A.

4.3 INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO NA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL PÓS F&A

Esta seção tem como objetivo analisar a influência da sensibilidade da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A, conforme descrito na Hipótese 2 da presente pesquisa: a eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS quando proveniente

de um processo de F&A. A Tabela 18 apresenta a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis incluídas na análise de regressão.

Tabela 18.

Matriz de correlação de *Spearman* eficiência empresarial, F&A e remuneração

	ROA	FCO	TOBINQ	PPSR	PPSR* FA	F&A	PPST	PPST* FA	TAM	ALAV	VEND
FCO	0,417*										
TOBINQ	0,149*	0,106*									
PPSR	-0,055*	-0,040	-0,031								
PPSR*FA	-0,011	-0,008	-0,002	0,129*							
F&A	0,007	0,075*	0,013	-0,002	-0,057*						
PPST	-0,007	0,014	-0,002	0,017	0,003	-0,020					
PPST*FA	0,005	-0,008	0,002	0,001	0,062	-0,012	0,266*				
TAM	0,111*	0,197*	-0,139*	0,000	0,018	0,198*	0,037	0,020			
ALAV	-0,011	0,035	-0,058*	0,002	-0,018	0,066*	0,002	-0,015	0,245		
Δ VENDAS	0,269*	0,046*	0,115*	-0,051*	-0,006	0,076*	0,007	0,017	0,120	0,072*	
NGC	-0,047*	-0,088*	0,011	-0,008	-0,017	-0,088*	-0,029	-0,011	-0,364*	-0,068*	-0,061*
REC	-0,112*	0,030	-0,038	0,005	0,033	-0,033	0,014	0,034	0,035	-0,005	-0,209*
COVID	0,070*	-0,026	0,025	-0,002	0,012	-0,016	-0,054*	0,033	0,080	-0,016	0,111*

Nota. Variáveis descritas na seção 3.3 – variáveis da pesquisa. * é significante a 1%.

A Tabela 18 demonstra que as variáveis com maior coeficiente de correlação positiva, e significância estatística a 1%, com as variáveis de Eficiência Empresarial, são VENDAS e PPST, com coeficientes pequenos não sendo problema de colinearidade (Fávero & Belfiore, 2017). A variável de interesse, é correlacionada a 5% de significância com a ROA, contudo apresenta coeficiente pequeno. A variável NGC foi estatisticamente significativa a 1% e negativamente relacionada com o TAM, diferente do que se espera (que empresas maiores tenham níveis mais elevados de governança corporativa. Na relação entre as variáveis independentes, se esperava que o coeficiente para a relação Sensibilidade da Remuneração e Tamanho da empresa fosse maior, e significativo, conforme apontado pela literatura, contudo o resultado não se confirmou, restando a PPSR significativa a 1% e negativa na relação com o crescimento das vendas. O crescimento das vendas teve coeficiente na relação com ROA do que com FCO e TOBINQ.

As variáveis dependentes, ROA e FCO, apresentaram correlação relativamente alta e diferente quando comparadas com TOBINQ. A correlação entre as variáveis dependentes não representa necessariamente uma multicolinearidade, mas reforça a proximidade entre elas. A literatura indica que correlações de até 0,7 entre variáveis financeiras não são um problema (Fávero & Belfiore, 2017).

A seguir, apresenta-se os resultados da regressão na Tabela 19.

Tabela 19.

Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A

Variável	(1) ROA	Erro padrão	(2) FCO	Erro padrão	(3) TOBINQ	Erro padrão
Constante	-0,887***	(0,159)	0,165*	(0,097)	342,361	(275,610)
PPSR	-0,008***	(0,003)	0,001	(0,002)	-5,945	(5,151)
F&A	-0,018*	(0,010)	-0,004	(0,006)	14,752	(17,900)
PPSR_FA	0,112	(0,083)	-0,004	(0,050)	189,379	(142,603)
TAMANHO	0,041***	(0,007)	-0,005	(0,004)	-13,289	(12,577)
ALAV	0,005**	(0,002)	0,002*	(0,001)	-2,378	(3,711)
ΔVENDAS	0,006***	(0,002)	0,002	(0,001)	-0,399	(3,419)
NGC						
REC	-0,029***	(0,005)	0,006*	(0,003)	5,136	(8,976)
COVID	0,009	(0,006)	-0,006	(0,004)	-25,875**	(11,106)
Observações	1.879		1.879		1.876	
Empresas	193		193		193	
R ²	0,059		0,014		0,002	
R ² ajustado	0,044		0,011		0,009	
Teste F	0,000		0,000		0,000	

Nota. Modelos 1 a 3 estimados pela Equação 1 considerando a sensibilidade da remuneração ponderada pelo ROE. Variáveis especificadas na seção 3.3 – Variáveis da Pesquisa. ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valores entre parênteses demonstram o erro padrão.

A Tabela 19 evidencia os modelos 1, 2, e 3 mensurados pela Equação 2, os quais apresentam significância global (significância estatística a 1% no teste F) para todas as variáveis dependentes. Observa-se que o comportamento do R² apresenta maior coeficiente no retorno sobre os ativos (ROA, modelo 1) e no fluxo de caixa operacional (FCO, modelo 2). A variável de F&A apresentou significância estatística e coeficiente negativo para a ROA, em linha com o que a literatura aponta F&A como destruidora de valor (Chen, 2018). A variável de F&A também apresentou sinal negativo para FCO, contudo, assim como para TOBINQ não demonstraram significância estatística.

Nas mensurações da sensibilidade da remuneração executiva, observa-se que a PPS ponderada pela variação do retorno sobre o patrimônio (PPSR) apresenta influência positiva e significativa a 1% sobre a ROA, e significativa a 10% para a FCO, podendo ser um indicativo de que a sensibilidade da remuneração ao desempenho compeliu os executivos a um esforço em obter melhores eficiências empresariais, conforme destacado por Girma, Thompson e Wright (2006). Ao observar o comportamento da sensibilidade da remuneração executiva após os processos de F&A (PPSR_FA), não apresenta significância estatística em prever a variável dependente em nenhum dos modelos, e ainda com sinal negativo para FCO. Como abordado na

literatura, pode corroborar com os estudos que afirmam que F&A são expropriadoras de valor do acionista para o executivo (Liu, 2013; Grinstein e Hribar, 2003).

Neste contexto, ao observar o comportamento da Sensibilidade da Remuneração Executiva ao desempenho medido pelo retorno sobre o patrimônio, não se pode afirmar que ela influencia positivamente a eficiência empresarial após a F&A, não corroborando com os achados de Amewu e Alagidede (2020) para economias emergentes.

Na Tabela 20, apresenta-se os resultados da regressão para os modelos 4, 5 e 6 mensurados pela equação 1, para a variável independente PPST. Da mesma forma como relatado para a Tabela 19, que o modelo apresenta significância global (significância estatística a 1% no teste F) para todas as variáveis dependentes. O comportamento do R² segue apresentando maior coeficiente no retorno sobre os ativos (ROA, modelo 4) e para o fluxo de caixa operacional (FCO, modelo 5). A F&A não apresenta significância estatística e apresenta coeficiente negativo para a ROA e FCO, na mesma linha argumentativa apresentada na literatura que aponta F&A como destruidoras de valor (Chen, 2018).

Tabela 20.

Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A

Variável	(4) ROA	Erro padrão	(5) FCO	Erro padrão	(6) TOBINQ	Erro padrão
Constante	-0,715***	(0,158)	0,194*	(0,100)	456,829	(288,151)
PPST	0,000	(0,000)	0,001**	(0,002)	-0,553	(5,151)
FA	-0,016	(0,010)	-0,006	(0,006)	14,386	(17,869)
PPST_FA	0,002	(0,006)	0,011***	(0,004)	25,998**	(11,586)
TAMANHO	0,034***	(0,007)	-0,006	(0,005)	-18,437	(13,130)
ALAV	0,005**	(0,002)	0,002	(0,001)	-2,255	(3,898)
ΔVENDAS	0,005***	(0,002)	0,002*	(0,001)	-1,162	(3,555)
NGC						
REC	-0,027***	(0,005)	0,004	(0,003)	2,413	(9,113)
COVID	0,008	(0,006)	-0,004	(0,004)	-25,333**	(11,336)
Observações	1.816		1.816		1.815	
Empresas	193		193		193	
R ²	0,047		0,018		0,002	
R ² ajustado	0,043		0,007		0,012	
Teste F	0,000		0,000		0,000	

Nota. Modelos 4 a 6 estimados pela Equação 1 considerando a sensibilidade da remuneração ponderada pela TSR. Variáveis especificadas na seção 3.3 – Variáveis da Pesquisa. ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valores entre parênteses demonstram o erro padrão.

Para as mensurações da sensibilidade da remuneração executiva, observa-se que a PPS ponderada pelo Retorno Total ao Investidor (PPST) apresenta influência positiva e significativa a 5% sobre a FCO, e sem significativa estatística para a ROA e TOBINQ. A significância para PPST pode indicar alguma sensibilidade da remuneração ao desempenho passado de mercado (uma variação no preço da ação, por exemplo) capaz de influenciar a eficiência mensurada pela

variação no fluxo de caixa operacional, como destacado por Araujo e Ribeiro (2020). Contudo, apesar de não haver significância estatística, a variável apresenta sinal negativo na relação com TOBINQ.

Ao observar o comportamento da sensibilidade da remuneração executiva após os processos de F&A (PPST_FA), apresentam significância estatística a 1%, influenciando positivamente o FCO e TOBINQ após a F&A. A sensibilidade da remuneração ao desempenho de mercado influenciar os Fluxos de Caixa Operacionais encontra respaldo na literatura que argumenta que os investidores se preocupam com desempenhos (lucros) que não se materializam em caixa (Araujo & Ribeiro, 2020; Cui & Leung, 2020), o que, portanto, faria com que a alta administração (executivos), responsável pelo investimento, busque negócios que possibilitem o fluxo de caixa positivo.

Neste contexto, ao observar o comportamento da Sensibilidade da Remuneração Executiva ao desempenho medido pelo retorno total ao investidor, não é possível rejeitar a Hipótese H2 de que a eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS quando proveniente de um processo de F&A.

4.4 RELAÇÃO TEMPORAL DA INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL PÓS F&A

Esta seção tem como objetivo analisar a influência da sensibilidade da remuneração executiva na eficiência empresarial em períodos posteriores a ocorrência da F&A, conforme descrito na Hipótese 3: “A eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS em períodos posteriores (efeito de longo prazo) ao processo de F&A”. A Tabela 21 apresenta a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis incluídas na Equação 3.

Tabela 21.

Matriz de correlação de *Spearman* eficiência empresarial, F&A e remuneração

	ROA	FCO	TOBINQ	PPSR	F&A	PPSR*FA (t-2)	PPSR*FA (t-3)	TAM	ALAV	ΔVENDA
FCO	0.417*									
TOBINQ	0.149*	0.106*								
PPSR	-0.055	-0.040	-0.031							
F&A	0.007	0.075*	0.013	-0.002						
PPSR*FA (t-2)	0.016	-0.003	0.001	-0.002	0.004					
PPSR*FA (t-3)	0.005	-0.005	-0.023	-0.005	0.021	0.058				
TAM	0.111*	0.197*	-0.139*	0.000	0.198*	0.011	-0.001			
ALAV	-0.011	0.035	-0.058*	0.002	0.066*	-0.024	-0.012	0.245*		
ΔVENDAS	0.269*	0.046	0.115*	-0.051	0.076*	0.002	0.028	0.120*	0.072*	

NGC	-0.047	-0.088*	0.011	-0.008	-0.088*	-0.017	-0.005	-0.364*	0.068*	-0.061*
REC	-0.112*	0.030	-0.038	0.005	-0.033	0.014	-0.024	0.035	-0.005	-0.209*
COVID	0.070*	-0.026	0.025	-0.002	-0.016	0.029	0.011	0.080*	-0.016	0.111*

Nota. Variáveis descritas na seção 3.3 – variáveis da pesquisa. * é significativa a 1%.

A Tabela 21 demonstra que as variáveis com maior coeficiente de correlação positiva, e significância estatística a 1%, com as variáveis de Eficiência Empresarial, são REC e COVID. A variável de interesse, não apresenta correlação estatisticamente significativa com as demais variáveis independentes. TAM e GOV, e Δ VENDAS e REC continuam sendo as variáveis independentes com coeficientes maiores de correlação.

Quanto às medidas de ajustamento do modelo, o teste F menor que 0,05 atesta significância global do modelo, e que, portanto, o conjunto de variáveis independentes são eficientes em prever o comportamento da variável dependente. Assim, apresenta-se os resultados da regressão na Tabela 22.

Tabela 22.

Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A

Variável	(1) ROA	Erro padrão	(2) FCO	Erro padrão	(3) TOBINQ	Erro padrão
Intercepto	-0,2498*	0,0506	-0,1362*	0,0334	6,1898	2,2927
PPSR	-0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0000	0,0003
F&A	-0,0095	0,0134	0,0047	0,0088	-0,1868	0,6064
PPSR*FA (t-2)	0,0000	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0001	0,0062
PPSR*FA (t-3)	0,0000	0,0001	0,0000	0,0001	-0,0003	0,0062
TAM	0,0097*	0,0023	0,0076*	0,0015	-0,1916	0,1061
ALAV	0,0002	0,0004	0,0001	0,0002	-0,0057	0,0165
Δ VENDAS	0,0134*	0,0039	0,0022	0,0026	0,0565	0,1774
NGC	0,0310	0,0082	0,0119	0,0054	-0,3055	0,3697
REC	-0,0308*	0,0076	0,0037	0,0050	-0,2782	0,3456
COVID	0,0191*	0,0087	-0,0076	0,0057	0,2692	0,3945
Observações	1.879		1.879		1.876	
Empresas	193		193		193	
R ²	0,059		0,014		0,002	
R ² ajustado	0,044		0,011		0,009	
Teste F	0,000		0,000		0,000	

Nota. Modelos 1 a 3 estimados pela Equação 3 considerando a sensibilidade da remuneração ponderada pelo ROE. Variáveis especificadas na seção 3.3 – Variáveis da Pesquisa. ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valores entre parênteses demonstram o erro padrão.

A Tabela 22 evidencia os modelos 1, 2, e 3 mensurados pela Equação 3, os quais apresentam significância global (significância estatística a 1% no teste F) para todas as variáveis dependentes. Observa-se que o comportamento do R² segue apresentando maior coeficiente no retorno sobre os ativos (ROA, modelo 1) e no fluxo de caixa operacional (FCO, modelo 2). As variáveis de interesse não apresentaram significância estatística em prever o comportamento

das variáveis dependentes. O Tamanho, crescimento das vendas, recessão e COVID foram as variáveis estatisticamente significativas para prever a ROA, contudo apresentam coeficientes baixos, sendo o maior e negativo o estimado para a REC.

A Teoria afirma que F&A tem efeitos de longo prazo, por alguns motivos, dentre eles pelo tempo demandado para completa integração entre as empresas, por exemplo. Contudo, as variáveis defasadas para PPS e F&A não permitem confirmar a hipótese 3 de que “a eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS em períodos posteriores (efeito de longo prazo) ao processo de F&A”.

A Tabela 23 apresenta a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis incluídas na análise de regressão.

Tabela 23.

Matriz de correlação de *Spearman* eficiência empresarial, F&A e remuneração

	ROA	FCO	TOBINQ	PPST	F&A	PPST* FA (t-2)	PPST* FA (t-3)	TAM	ALAV	Δ Vendas	N
FCO	0.417*										
TOBINQ	0.149*	0.106*									
PPST	-0.007	0.014	-0.002								
F&A	0.007	0.075*	0.013	-0.020							
PPST*FA (t-2)	-0.006	0.000	-0.022	0.003	0.003						
PPST*FA (t-3)	0.013	0.006	-0.022	-0.052*	-0.009	0.004					
TAM	0.111*	0.197*	-0.139*	0.037	0.198*	0.031	0.029				
ALAV	-0.011	0.035	-0.058*	0.002	0.066*	0.009	-0.017	0.245*			
Δ VENDAS	0.269*	0.046*	0.115*	0.007	0.076*	-0.032	0.007	0.120*	0.072*		
NGC	-0.047*	-0.088*	0.011	-0.029	-0.088*	-0.047	-0.032	-0.364*	-0.068*	-0.061*	
REC	-0.112*	0.030	-0.038	0.014	-0.033	0.004	0.018	0.035	-0.005	-0.209*	0.
COVID	0.070*	-0.026	0.025	-0.054*	-0.016	-0.031	-0.003	0.080*	-0.016	0.111*	0.

A Tabela 23 demonstra que as variáveis com maior coeficiente de correlação positiva, e significância estatística a 1%, com as variáveis de Eficiência Empresarial, são REC e COVID. A variável de interesse, não apresenta correlação estatisticamente significativa com as demais variáveis independentes. TAM e GOV, e Δ VENDAS e REC continuam sendo as variáveis independentes com coeficientes maiores de correlação.

Na Tabela 24, apresenta-se os resultados da regressão para os modelos 4, 5 e 6 mensurados pela equação 1, para a variável independente PPST. Da mesma forma como relatado para a Tabela 19, que o modelo apresenta significância global (significância estatística a 1% no teste F) para todas as variáveis dependentes. O comportamento do R^2 segue apresentando maior coeficiente no retorno sobre os ativos (ROA, modelo 4) e para o fluxo de caixa operacional (FCO, modelo 5). A F&A não apresenta significância estatística e apresenta

coeficiente negativo para a ROA e FCO, na mesma linha argumentativa apresentada na literatura que aponta F&A como destruidoras de valor (Chen, 2018).

Tabela 24.

Influência da remuneração executiva na eficiência empresarial após F&A

Variável	(4) ROA	Erro padrão	(5) FCO	Erro padrão	(6) TOBINQ	Erro padrão
Intercepto	-0.2800*	0.0531	-0.1371*	0.0351	48.478*	24.767
PPST	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0013
F&A	-0.0094	0.0137	0.0066	0.0091	-0.2023	0.6404
PPST*FA (t-2)	-0.0002	0.0004	0.0000	0.0003	-0.0040	0.0191
PPST*FA (t-3)	-0.0003	0.0006	-0.0003	0.0004	-0.0050	0.0302
TAM	0.0110*	0.0024	0.0077*	0.0016	-0.1370	0.1137
ALAV	-0.0000	0.0005	0.0001	0.0003	-0.0101	0.0213
ΔVENDAS	0.0129*	0.0048	0.0029	0.0032	0.1158	0.2260
NGC	0.0302*	0.0086	0.0093	0.0056	-0.1971	0.3989
REC	-0.0234*	0.0078	0.0042	0.0051	-0.1335	0.3632
COVID	0.0180*	0.0089	-0.0054	0.0059	0.3905	0.4140
Observações	1.879		1.879		1.876	
Empresas	193		193		193	
R ²	0,072		0,004		0,003	
R ² ajustado	0,006		0,003		0,004	
Teste F	0,000		0,000		0,000	

Nota. Modelos 4 a 6 estimados pela Equação 1 considerando a sensibilidade da remuneração ponderada pela TSR. Variáveis especificadas na seção 3.3 – Variáveis da Pesquisa. ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valores entre parênteses demonstram o erro padrão.

Para as mensurações da sensibilidade da remuneração executiva, observa-se que a PPS ponderada pelo Retorno Total ao Investidor (PPST) apresenta influência positiva e significativa a 5% sobre a FCO, e sem significativa estatística para a ROA e TOBINQ. A significância para PPST pode indicar alguma sensibilidade da remuneração ao desempenho passado de mercado (uma variação no preço da ação, por exemplo) capaz de influenciar a eficiência mensurada pela variação no fluxo de caixa operacional, como destacado por Araujo e Ribeiro (2020). Contudo, apesar de não haver significância estatística, a variável apresenta sinal negativo na relação com TOBINQ.

Ao observar o comportamento da sensibilidade da remuneração executiva após os processos de F&A (PPST_FA), apresentam significância estatística a 1%, influenciando positivamente o FCO e TOBINQ após a F&A. A sensibilidade da remuneração ao desempenho de mercado influenciar os Fluxos de Caixa Operacionais encontra respaldo na literatura que argumenta que os investidores se preocupam com desempenhos (lucros) que não se materializam em caixa (Araujo & Ribeiro, 2020; Cui & Leung, 2020), o que, portanto, faria com que a alta administração (executivos), responsável pelo investimento, busque negócios que possibilitem o fluxo de caixa positivo.

Neste contexto, ao observar o comportamento da Sensibilidade da Remuneração Executiva ao desempenho medido pelo retorno total ao investidor, não é possível rejeitar a Hipótese H3 de que a eficiência empresarial é influenciada positivamente pela PPS quando proveniente de um processo de F&A.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo geral analisar a influência da remuneração executiva na eficiência empresarial de empresas após processos de F&A. A relação entre remuneração e desempenho é amplamente estudada na literatura, e apresenta resultados contraditórios, sendo poucos estudos que analisaram essa relação F&A. Além disso, a literatura empírica sobre o assunto é essencialmente baseada em mercados desenvolvidos de características distantes dos mercados emergentes (Cortés, Agudelo & Mongrut, 2017). Economias emergentes fornecem um contexto diferente devido às diferenças institucionais e de mercado em comparação com economias avançadas, além do crescimento consistente de transações de F&A (PWC, 2021).

Usando uma amostra total de 193 empresas brasileiras listadas de 2010 a 2021, contribuiu-se para a literatura explorando a importância dos fatores de empresa e governança corporativa como impulsionadores da relação remuneração-desempenho usando a técnica de estimativa de dados em painel. Os tipos de sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho considerados para análise são remuneração ponderada pelo retorno sobre o patrimônio líquido e remuneração ponderada pelo retorno total ao investidor. Também se incluem três medidas de desempenho: retorno sobre os ativos e fluxos de caixa (medida contábil) e a relação entre o valor de mercado da empresa e valor de reposição dos ativos, medido pelo Q de Tobin ajustado (medida de mercado).

Ao controlar os fatores que foram encontrados na literatura para impactar a eficiência empresarial (tamanho da empresa, e crescimento das vendas), não se encontrou uma relação estatisticamente significativa entre a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho passado e métricas de eficiência (tanto de mercado quanto contábil). Isso pode indicar que os executivos das empresas brasileiras são remunerados sem desempenho, ou com uma ligação relativamente fraca dos desenhos dos pacotes remuneratórios e o desempenho pós F&A.

Com base nessas descobertas, passou-se a incluir vários controles para diferentes modelos. Inclui-se remuneração anterior para descobrir se a remuneração do ano anterior motiva a administração a ter um desempenho melhor no ano seguinte. Os resultados mostram um impacto negativo, mas fraco e significativo (em alguns poucos casos no nível de 10%) da remuneração anterior sobre a eficiência empresarial. Portanto, não se encontraram evidências para concluir que a sensibilidade da remuneração executiva influencie a eficiência empresarial após a F&A. Alinhado à literatura, o impacto das variáveis de controle (tamanho da empresa e crescimento das vendas) afetam as medidas de eficiência empresarial, especialmente pelas medidas contábeis.

O conjunto de variáveis de controle, como os níveis de governança corporativa, oferece percepções sobre as questões de governança corporativa no Brasil e como isso influencia o desempenho. Embora a remuneração executiva não tenha sido um fator consistentemente significativo, quando ponderada pela TSR, impactou ligeiramente a eficiência medidas pelo FCO e TOBINQ. O nível de governança apareceu consistentemente negativamente relacionado a eficiência empresarial.

Os resultados não demonstram que a sensibilidade da remuneração ao desempenho influencia a eficiência da empresa. Em sintonia com a teoria da agência, intuitivamente a remuneração executiva parece ser uma ferramenta capaz de alinhar o interesse da administração aos acionistas. No entanto, os resultados deste estudo indicam um desalinhamento da sensibilidade da remuneração ao desempenho para empresas brasileiras. Esse achado vai no sentido de estudos que apontam que executivos são remunerados sem desempenho. Assim, parece necessário que os comitês de remuneração das empresas sejam incentivados a revisar a estrutura e representatividade dos componentes dos pacotes de remuneração executiva.

Por fim, há necessidade de mais pesquisas sobre o efeito de outras questões de governança corporativa em torno das atividades de F&A. O mercado de capitais brasileiro exibe características de mercado únicas, como regulamentação, eficiência e tamanho, em comparação com outras economias emergentes. Mesmo dentro do mercado brasileiro, pode haver variação devido à força dos diferentes níveis de governança.

REFERÊNCIAS

- Abowd, J. M. (1990). Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?. *ilr Review*, 43(3), 52-S. <https://doi.org/10.1177/001979399004300304>
- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Akpan, M., Wanke, P., Chen, Z., & Antunes, J. M. (2020). Unveiling the Endogenous Relationship Between Technical Efficiency and Value Creation in Mergers and Acquisitions in Nigeria. *South African Journal of Economics*, 88(1), 40-70. <https://doi.org/10.1111/saje.12233>
- Al Rahahleh, N., & Wei, P. P. (2012). The performance of frequent acquirers: Evidence from emerging markets. *Global Finance Journal*, 23, 16–33. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2012.01.002>
- Alves, T. S., Victor, F. G., Grando, R. M. (2021, dezembro). *A incerteza política e os processos de fusões e aquisições no mercado de capitais brasileiro*. [Anais] Congresso ANPCont - Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em: https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2022/05/392_merged.pdf
- Amewu, G., & Paul Alagidede, I. (2021). Mergers, executive compensation and firm performance: The case of Africa. *Managerial and Decision Economics*, 42(2), 407-436. <https://doi.org/10.1002/mde.3244>
- Araujo, J. A. O., & Ribeiro, M. S. (2020). Remuneração Executiva e Desempenho: Um olhar para o Fluxo de Caixa Operacional. *Revista de Empreendedorismo, Negócios e Inovação*, 5(2), 4-25.
- Azevedo, YGP (2022). *A influência do narcisismo do CEO no desenho dos mecanismos de remuneração: há um lado bom nesse traço de personalidade?* [Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto]. <https://doi.org/10.11606/T.96.2022.tde-28062022-083959>.
- Barkema, H. G., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management journal*, 41(2), 135-145. <https://doi.org/10.2307/257098>
- Batista, A. T. N., Lamounier, W. M., & Mário, P. D. C. (2023). A Incerteza da Política Econômica Afeta Operações de Fusões e Aquisições? Evidências do Mercado Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 20, 133-156.

- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Bebchuk, L.A., & Grinstein, Y. (2005). The growth of executive pay. *Oxford review of economic policy*, 21(2), 283-303. <https://doi.org/10.1093/oxrep/gri017>
- 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, 514-531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Boateng, A., Bi, X., & Brahma, S. (2017). The impact of firm ownership, board monitoring on operating performance of Chinese mergers and acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49, 925-948. <https://doi.org/10.1007/s11156-016-0612-y>
- Bodolica, V., Magnan, M., & Spraggon, M. (2007). Merger and acquisition related determinants of executive compensation arrangements' adoption. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 3(4), 407-429.
- Bodolica, V., & Spraggon, M. (2009). Merger and acquisition transactions and executive compensation: a review of the empirical evidence. *Academy of Management Annals*, 3(1), 109-181. <https://doi.org/10.5465/19416520903047210>
- Bodolica, V., & Spraggon, M. (2011). The implementation of special attributes of CEO compensation contracts around M&A transactions. *Strategic Management Journal*, 30(9), 985-1011.
- Bodolica, V., & Spraggon, M. (2015). Mergers and acquisitions and executive compensation. Routledge, Nova York, NY.
- Bomfim, E. T., & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista, & Revista*, 27(3), 105-123.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?. *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531-558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90030-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90030-X)
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade, & Finanças*, 30, 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>

- Brander, J. A., Egan, E. J., & Endl, S. (2021). Comparing CEO Compensation Effects of Public and Private Acquisitions. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 149. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040149>
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2012). Too much pay-performance sensitivity? *Review of Economics and Statistics*, 94(1), 287-303. https://doi.org/10.1162/REST_a_00142
- Carline, N. F., Linn, S. C., & Yadav, P. K. (2009). Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance. *Journal of Banking, & Finance*, 33(10), 1829-1841. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.012>
- Chen, D., Shen, Y., Xin, F., & Zhang, T. (2012). Overemployment, executive pay-for-performance sensitivity and economic consequences: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 5(1), 1-26.
- Chen, Z., Hung, W. Y., Li, D., & Xing, L. (2017). The impact of bank merger growth on CEO compensation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10), 1398-1442. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12263>
- Chen, S. (2018). *Does Say-on-Pay (SoP) Affect CEO Compensation Following an M&A Deal?* [Tese de Doutorado, Universidade de Ottawa]. https://ruor.uottawa.ca/bitstream/10393/38409/1/Chen_Shuyang_2018_thesis.pdf
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Coase, R. H. (1937). Some notes on monopoly price. *The Review of Economic Studies*, 5(1), 17-31. <https://doi.org/10.2307/2967577>
- Comissão de Valores Mobiliários (2022a). Instrução Normativa nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://dados.cvm.gov.br/pages/novidades>
- Comissão de Valores Mobiliários (2022b). Portal Dados Abertos CVM. *Novidades*. Disponível em: <http://dados.cvm.gov.br/pages/novidades>
- Cortés, L. M., Agudelo, D. A., & Mongrut, S. (2017). Waves and determinants in mergers and acquisitions: The case of Latin America. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1667-1690. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1262254>
- Cui, H., & Leung, S. C. M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100185.
- Cui, X., Xu, L., Zhang, H., & Zhang, Y. (2021). Executive compensation and firm performance: Evidence from cross-listed AH-share firms. *International Journal of Finance, & Economics*, 26(1), 88-102. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1778>

- Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance: a review of empirical research. *Journal of Strategy and Management*, 5(3), 284-330. <https://doi.org/10.1108/17554251211247580>
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2001). Executive compensation and corporate acquisition decisions. *The Journal of Finance*, 56(6), 2299-2336. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00406>
- Deo, P. (2016). Evaluating a cash flow statement. *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 10(1), 22-43.
- Detzen, D., & Zülch, H. (2012). Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(2), 106-126. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2012.07.002>
- Doukas, J.A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://www.jstor.org/stable/725105>
- Ferreira, T. S. V., & Callado, A. L. C. (2015). Fusões e aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 9(2), 70-83. <http://dx.doi.org/10.12712/rpca.v9i2.463>
- Fiorentino, R., & Garzella, S. (2015). Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions. *Management Decision*, 53(7), 1469-1503. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2014-0692>
- Firth, M. (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260. <https://doi.org/10.2307/1884539>
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.
- Free, M., Kent, P., Qu, X., & Yao, D. (2023). How Does Risk Tolerance Reflected in National Culture Affect Pay-Performance Sensitivity?. *Journal of International Accounting Research*, 22(1), 29-58.
- Freitas, M. R. D. O., Pereira, G., Vasconcelos, A. C. D., & Luca, M. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *Revista de Administração de Empresas*, 60, 322-335. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Freund, S., Latif, S., & Phan, H. V. (2018). Executive compensation and corporate financing policies: Evidence from CEO inside debt. *Journal of corporate finance*, 50, 484-504. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.002>

- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The journal of finance*, 57(4), 1763-1793. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00477>
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much?. *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100. <https://www.jstor.org/stable/25098894>
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley, & Sons. Capítulo 4, Merger Strategy, 127-179.
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it?. *Journal of managerial issues*, 514-530.
- Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2006). The impact of merger activity on executive pay in the United Kingdom. *Economica*, 73(290), 321-339.
- Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. (1997). Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291-374. <https://doi.org/10.1177/014920639702300304>
- Göx, R. F., & Michaeli, B. (2023). Private Pre-Decision Information and the Pay-Performance Relation. *The Accounting Review*, 98(2), 177-199. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0665>
- Grinstein, Y., & Hribar, P. (2003). CEO compensation and incentives: Evidence from F&A bonuses. *Journal of financial economics*, 73(1), 119-143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.06.002>
- Grodt, J. A. D. S. (2022). Environmental, social and governance (ESG): uma análise na perspectiva da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado.
- Gujarati, D. (2019). *Econometria: princípios, teoria e aplicações práticas*. Saraiva Educação S.A.
- Guest, P. M. (2009). The impact of mergers and acquisitions on executive pay in the United Kingdom. *Economica*, 76(301), 149-175. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2007.00674.x>
- Guo, L., & Masulis, R. W. (2015). Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2770-2811. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv038>
- Halkos, G. E., & Tzeremes, N. G. (2013). Estimating the degree of operating efficiency gains from a potential bank merger and acquisition: A DEA bootstrapped approach. *Journal of Banking, & Finance*, 37(5), 1658-1668. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.009>
- Harford, J., & Li, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x>

- Hasan, S. M. (2021). *Firm Performance and CEO Compensation: CEO Pay Slice vs Pay-Performance Sensitivity*. [Dissertação de Mestrado, Goodman School of Business, Brock University St. Catharines, Ontario, Canada]. <http://hdl.handle.net/10464/15107>
- Hayn, C. (1989). Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 23(1), 121-153. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90008-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90008-1)
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90002-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F)
- Hogan, T. D., & McPheters, L. R. (1980). Executive compensation: Performance versus personal characteristics. *Southern Economic Journal*, 1060-1068. <https://doi.org/10.2307/1057241>
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Hu, N., Li, L., Li, H., & Wang, X. (2020). Do mega-mergers create value? The acquisition experience and mega-deal outcomes. *Journal of Empirical Finance*, 55, 119-142. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.11.004>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 5ª ed. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2022). Remuneração dos Administradores. - 8. ed. - São Paulo, SP. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24531>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264. <https://www.jstor.org/stable/2937665>
- Kammler, E. L., & Alves, T. W. (2010). Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “Q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. *RAE eletrônica*, 8. <https://doi.org/10.1590/S1676-56482009000200007>

- Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 1-19.
- Kim, S., Matějka, M., & Park, J. (2023). Economic determinants and consequences of performance target difficulty. *The Accounting Review*, 98(2), 361-387. <https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0319>
- Leite, M., & Hein, N. (2019). Relação entre remuneração do executivo e o desempenho econômico e financeiro em empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(1), 17-36.
- Lin, H. C., Chou, T. K., & Wang, W. G. (2012). Capital structure and executive compensation contract design: a theoretical and empirical analysis. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 209-224.
- Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions?. *Journal of Banking, & Finance*, 25(6), 1113-1138. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00108-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00108-4)
- Liu, Y. (2013). *Executive compensation following mergers and acquisitions: the impact of institutional ownership* [Doctoral dissertation, University of Saskatchewan]. <https://library-archives.canada.ca/eng/services/services-libraries/theses/Pages/item.aspx?idNumber=1032966045>
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of financial economics*, 74(1), 121-148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Magnanelli, B. S., Nasta, L., & Ramazio, E. (2022). Bid premiums and cumulative abnormal returns: An empirical investigation on the consequences of the Covid-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 49, 103093.
- Malikov, K., Demirbag, M., Kuvandikov, A., & Manson, S. (2021). Workforce reductions and post-merger operating performance: The role of corporate governance. *Journal of Business Research*, 122, 109-120.
- Mamun, A., Tannous, G., & Zhang, S. (2021). Do regulatory bank mergers improve operating performance?. *International Review of Economics, & Finance*, 73, 152-174. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.036>
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political economy*, 73(2), 110-120. <https://doi.org/10.1086/259000>
- Marquezan, L. H. F., Simonetti, F. J., Degenhart, L., & da Silva Zonatto, V. C. (2022). Comportamento dos Custos, Desempenho Organizacional e Remuneração dos Executivos: Evidências de Empresas Listadas na B3. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 17(3), 57-76. https://revistas.ufrj.br/index.php/scg/article/download/53498/pdf_1

- Martins, O. S., Paulo, E., & Albuquerque, P. H. M. (2013). Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, 53, 350-362.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. In *International mergers and acquisitions activity since 1990* (pp. 79-116). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-075068289-3.50006-X>
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Meglio, O., & Risberg, A. (2011). The (mis) measurement of M&A performance - A systematic narrative literature review. *Scandinavian journal of management*, 27(4), 418-433.
- Moon, S. H., Zhou, M., & Zhu, Y. (2023). What's in a name? Leaders' names, compensation, and firm performance. *Journal of Financial Stability*, 64, 101096. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101096>
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 11-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Nguyen, H.T., Young, K., & Qian, S. (2012). Motives for mergers and acquisitions: Ex-post market evidence from the US. *Journal of Business Finance, & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12000>
- Nguyen, N. H., & Phan, H. V. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 613-644. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000175>
- Ntim, C. G., Lindop, S., Osei, K. A., & Thomas, D. A. (2015). Executive compensation, corporate governance and corporate performance: A simultaneous equation approach. *Managerial and Decision Economics*, 36(2), 67-96. <https://doi.org/10.1002/mde.2653>
- Oliveira, R. M., Pimenta, D. P., Ferreira, M. P., & Ribeiro, A. M. (2020). Desempenho da aquisição corporativa entre empresas brasileiras familiares e não familiares de capital aberto. *Avanços em Contabilidade Científica e Aplicada*, 1 (1), 125-146. <https://doi.org/10.14392/asaa.2020130307>
- Pereira, B. L., Martins, E., Beiruth, A., Baradel, E., & Kuhl, C. (2014). *Tobin pergunta: o que aconteceu com o meu Q.* [Anais] Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, SP, Brasil. <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos142014/382.pdf>

- Price Waterhouse Coopers (PWC). (2021). Fusões, & Aquisições no Brasil - Março 2021. <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html>
- Rabier, M. R. (2017). Acquisition motives and the distribution of acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2666-2681. <https://doi.org/10.1002/smj.2686>
- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2016.07.002>
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2013). Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In I. M. Beuren (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática* (pp. 76-97). Atlas.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeover. *Journal of Business*, 59(2), 197–216. <https://www.jstor.org/stable/2353017>
- Rozen-Bakher, Z. (2018). The trade-off between synergy success and efficiency gains in F&A strategy. *EuroMed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/EMJB-07-2017-0026>
- Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E., & Carpenter, M. A. (2015). The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. *Strategic Management Journal*, 36(12), 1877-1894. <https://doi.org/10.1002/smj.2316>
- Seth, A., Song, K.P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387–405. <https://www.jstor.org/stable/155648>
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied economics*, 50(18), 2012-2027. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1386277>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Value maximization and the acquisition process. *Journal of Economic perspectives*, 2(1), 7-20. <https://www.jstor.org/stable/1942737>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
- Silva, R. B., & Montezano, R. M. S. (2018). Aquisição de controle empresarial no Brasil: um estudo sobre o desempenho de empresas compradoras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(2), 23-45. <https://doi.org/28/rgfc.v8i2.5586>
- Souza, W. R. S., Peters, M., Silva, A. F. D., & Antunes, M. T. P. (2018). Vinte e um anos sem correção monetária no Brasil: Impactos na comparabilidade da informação contábil em empresas siderúrgicas e metalúrgicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29, 355-374.

- Teti, E., & Spiga, L. (2022). The effect of environmental, social and governance score on operating performance after mergers and acquisitions. *Business Strategy and the Environment*. <https://doi.org/10.1002/bse.3293>
- Thanos, I. C., & Papadakis, V. M. (2012). The use of accounting-based measures in measuring M&A performance: a review of five decades of research. *Advances in mergers and acquisitions*. [https://doi.org/10.1108/S1479-361X\(2012\)0000010009](https://doi.org/10.1108/S1479-361X(2012)0000010009)
- Tian, Y. S. (2013). Ironing out the kinks in executive compensation: Linking incentive pay to average stock prices. *Journal of Banking, & Finance*, 37(2), 415-432. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.025>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of management*, 26(2), 301-339. <https://doi.org/10.1177/014920630002600207>
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110404>
- Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International journal of management reviews*, 9(2), 141-170.
- Victor, F. G. (2013). Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação. <http://hdl.handle.net/10183/86849>
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S., & Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*, 33(1), 147-188. <https://doi.org/10.1108/SEF-03-2015-0078>
- Young, MN, Peng, MW, Ahlstrom, D., Bruton, GD, & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45 (1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>