

**EXISTE ASSOCIAÇÃO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E RECOMPRA
DE AÇÕES NO BRASIL?**

Área Temática - Finanças

Resumo

Este artigo investiga uma possível relação entre a remuneração de executivos via opções de ações e a recompra de ações no Brasil. A literatura mostra que a decisão de remunerar os acionistas via dividendos ou recompras pode ser explicada com base em diversas teorias, como a sinalização, a flexibilidade e, também a Teoria da Agência, segundo a qual as recompras podem ser usadas de forma oportunista pelos gestores para maximizar a sua própria riqueza. Especificamente, quando gestores são remunerados via opções de ações, as recompras tendem a ser acompanhadas com um aumento do preço da ação, assim, os gestores recorrem a elas para lucrar mais exercendo as suas opções futuramente. Com informações de 2018 a 2022 e uma abordagem empírica baseada em dados em painel, aferiu-se que empresas que incluem programas de incentivo baseados no valor das ações na remuneração da gestão realizaram, em média, maiores valores de recompras, mesmo após controlar por características das ações e das empresas, incluindo efeitos fixos. Não se encontrou significância estatística para o valor de recompra por ação e para o percentual de recompra em relação ao lucro líquido. Assim, os resultados são coerentes com a hipótese de que gestores usam as recompras também para benefício próprio.

Palavras-chave: Remuneração executiva, Recompra de ações, Conflito de agência

Abstract

His research paper inquires a possible relation among executive reward via stock options and share buybacks in Brazil. The literature shows us that the resolution to remunerate shareholders through dividend or stock buyback can be explained based on various theories, such as signaling, flexibility, and also agency costs, which suggests that share repurchase could be used opportunistically by managers to maximize their own wealth. Specifically, whenever managers are reward through stock options. Stock buybacks tend to be followed by share price increase. This manner enables managers to profit more by prosecute their stock options later. Using data from 2018 to 2022 and an empirical approach based on panel data, the research observed that companies which includes incentive programs based on share value in executive reward average execute larger buybacks, even after handle stock and company's technical features, including fixed effects. No statistical significance was found to the repurchase price per share or the buyback percentage relative to net profit. Thus, the results are consistent with the hypothesis that managers also use stock buybacks for their own benefit.

Keywords: Executive compensation, Share buybacks, Agency conflict

1 Introdução

As empresas de capital aberto podem remunerar os seus investidores de duas formas: via distribuição de dividendos, ou via recompras de ações. Segundo as Finanças Tradicionais, os investidores devem ser indiferentes a forma de remuneração escolhida pelas empresas, já que o fluxo de caixa recebido seria o mesmo (Ross et al., 2015). No entanto, a literatura traz motivos diversos que levariam as empresas a optarem por recompras ao invés de dividendos, desde ajustar a estrutura de capital (Bonaimé et al., 2014) a enviar sinais ao mercado (Grullon & Ikenberry, 2000).

Além desses motivos, há também aqueles relacionados aos incentivos dos gestores na forma de remuneração através de opções de ações. Segundo Kahle (2002), as empresas costumam anunciar recompras quando os executivos possuem um grande volume de opções em aberto. As recompras tendem a aumentar o preço das ações e, portanto, os executivos que detêm opções têm um incentivo para realizar recompras, visando aumentar a sua própria riqueza.

O objetivo geral da presente pesquisa é analisar a relação entre os incentivos dos executivos na forma de remuneração em opções de ações e as recompras de ações das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Para atingir o objetivo, foram estimadas regressões em painel com efeitos fixos usando o volume de recompras como variável dependente e uma *dummy* indicando empresas que fizeram uso de programa de remuneração de ações, além de um conjunto de variáveis de controle. Os resultados indicam que empresas que incluem na remuneração da gestão programas de incentivo com base no valor das ações fazem recompras mais volumosas. Assim, a pesquisa traz evidências a favor da hipótese de que recompras são usadas de forma oportuna pelos gestores, para maximizarem seu próprio retorno, não (apenas) o dos acionistas.

A justificativa desta pesquisa reside na importância da remuneração executiva como um mecanismo de Governança Corporativa eficiente no alinhamento de interesses entre a gestão e os acionistas, principalmente os minoritários. Assim, é preciso analisar se este mecanismo é de fato eficiente neste sentido, investigando as suas falhas ao gerar possíveis caminhos para maximização da riqueza individual dos gestores em detrimento do bem-estar dos acionistas. Assim, o estudo é importante para que investidores saibam reconhecer as motivações por trás dos anúncios de recompras e para os reguladores, ao fornecer subsídios que auxiliem na regulamentação tanto das recompras quanto dos mecanismos de remuneração variável.

Além disso, este estudo é importante para preencher a lacuna de pesquisas publicadas sobre recompra no mercado brasileiro, que, ao analisar as motivações das recompras, não exploram a relação com a remuneração executiva (Nascimento et al., 2011; Garcia & Lucena, 2017), principalmente no contexto recente da pandemia da COVID-19.

2 Fundamentação Teórica

2.1. Política de Payout

A política de payout refere-se às decisões adotadas pelas companhias de capital aberto para remuneração de seus acionistas, podendo ser estruturada de diversas maneiras como pagamento de dividendos e recompra de ações. A definição da política de payout é crucial na estratégia financeira da companhia, podendo afetar diretamente a estrutura de capital da empresa, a percepção dos acionistas e por consequência o valor das ações.

No Brasil, com o advento da Lei 9.249/1995 foram adotadas algumas medidas para a retomada da economia, algumas dessas medidas foram a instituição do mecanismo de Juros Sobre capital Próprio (JCP) e a isenção tributária dos dividendos pagos pelas companhias, esse é um ponto que impacta diretamente na percepção dos acionistas acerca da companhia, posto que a remuneração oriunda do ganho de capital, venda com ágio das ações, se manteve tributada.

Alguns autores no Brasil, pós alteração na legislação, buscaram identificar a influência da alteração na política de payout das companhias brasileiras. Mota (2007) mostra que devido à legislação favorável, a maior parte das companhias brasileiras faz uso de dividendos ou JCP para remuneração dos acionistas, fazendo uso das recompras apenas em ocasiões específicas para complementação. Da mesma maneira Brito, Lima e Silva (2009) corroboram o entendimento da utilização majoritária de dividendos ou JCP para remuneração dos acionistas.

A literatura que versa acerca da política de payout é bastante ampla, não conseguindo abranger na totalidade as motivações de cada companhia para a adoção das respectivas políticas de payout, as mesmas se fundamentam em teorias que objetivam elucidar as motivações para determinada adoção de remuneração dos acionistas.

Uma das teorias mais difundidas é a teoria da irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961), objetivando clarificar o que levaria uma companhia ao pagamento dos dividendos. A teoria parte de um mercado perfeito, assumindo a equidade de informações por todos os participantes, a inexistência de impostos ou custos de transações, a racionalidade dos investidores e como ponto focal a equivalência de dividendos e ganhos de capital. Esse último é o cerne da teoria, onde se discute que ao não haver distribuição de dividendos, retendo os valores e realizando reinvestimento estratégico, a companhia gerará crescimento e conseqüentemente valorização nos preços das ações e ganho de capital. Entretanto, em alguns mercados, como o brasileiro, pode haver alguns conflitos acerca desta teoria, posto que no Brasil os dividendos foram isentados de tributação a partir de 1996.

Outra teoria que tenta compreender as tomadas de decisões das companhias é a Teoria da Política de Dividendos de Lambrecht e Myers (2012). Os autores apontam que para uma análise completa acerca da política de payout se faz necessário trazer ao debate indicadores como investimento e financiamento, objetivando entender a motivação na tomada de decisão das companhias e os impactos resultantes de cada decisão. O primeiro ponto discutido trata sobre a suavização dos dividendos, demonstrando que os gestores optam por absorver alguns choques de mercado em favor da manutenção da previsibilidade nos pagamentos dos dividendos, notando-se a intenção de manter uma relação estável com os acionistas, ou seja, os diretores optam por absorver as variações do mercado e não alterar o pagamento dos dividendos, positivamente ou negativamente.

Posteriormente, é explorada a relação entre investimento, financiamento e payout, demonstrando uma interdependência entre esses indicadores. As decisões de investimento e financiamento são elaboradas em função dos pagamentos de dividendos, sendo mais provável a captação de recursos externos ou à não execução de algum investimento para manter a política de dividendos atual. Isso reafirma a importância da política de dividendos na gestão financeira das empresas, evidenciando como a manutenção de dividendos pode influenciar as estratégias de financiamento e investimento (Lambrecht & Myers, 2012).

2.2. Relação entre Dividendos e Recompras

A escolha entre a realização da recompra de ações ou distribuição de dividendos está no centro das discussões acerca da remuneração de acionistas. Diversos autores

elencam teorias para tentar explicar a motivação por traz de cada decisão adotada pelas companhias.

Nesta linha, Iyer e Rao (2017) analisam dados do mercado americano durante a crise do subprime, de 2008 a 2009, aproveitando o evento que segundo eles pode ser considerado um evento exógeno que gerou sérios problemas de liquidez e, como respostas, as empresas precisaram incorporar ajustes em seus pagamentos. O objetivo foi entender as reações do mercado com a variação na quantidade de dividendos pagos e de recompra de ações executadas, testando assim a hipótese da flexibilidade.

A hipótese da flexibilidade fundamenta-se na crença de que a redução na quantidade de recompras de ações é melhor aceita pelo mercado em comparação com a redução no valor dos dividendos distribuídos. Isso ocorre porque a recompra é vista como um mecanismo mais flexível em comparação com os dividendos na remuneração dos acionistas (Iyer & Rao, 2017).

Para clarificar essa argumentação, Iyer e Rao (2017) mostram que 74,43% das empresas que haviam recomprado ações pelo menos uma vez pré-crise reduziram a realização de recompras no período da crise, já cerca de 53,91% das empresas pagadoras de dividendos reduziram a frequência ou valores pagos em forma de dividendos, demonstrando uma redução cerca de 20% maior nas empresas que realizavam recompras. Isso aponta para uma maior flexibilidade do mercado na realização de recompras frente à alteração na política de dividendos.

Brav et al. (2005), em entrevista realizada com 407 executivos financeiros, mostram que cerca de 50% dos executivos entrevistados alterariam a política de dividendos da companhia em função de oportunidades de investimento. Já a respeito da política de recompras, cerca de 80% deles responderam que alterariam essa política em função de tais oportunidades, demonstrando assim uma maior disposição na redução de recompras e reforçando a hipótese da flexibilidade.

Para além, temos a hipótese da sinalização, inicialmente apresentada por Spence (1973), a qual aborda a assimetria das informações. A hipótese sugere que em um mercado onde as informações não são distribuídas igualmente, os participantes mais bem informados poderiam utilizar sinais para transmitir informações para os participantes menos informados. Vermaelen (1981) apresenta um estudo relacionando a hipótese da sinalização com a recompra de ações, demonstrando em sua pesquisa que frequentemente após um anúncio de recompras de ações existe um aumento significativo no preço das ações, corroborando assim o entendimento de que o mercado compreende o programa de recompras como um sinal de subavaliação no preço das ações.

McNally (1999) robustece o entendimento acerca do vínculo entre a hipótese da sinalização e a recompra de ações expondo em seu artigo não apenas a utilização da recompra como sinalização de subavaliação dos preços das ações, mas também apresentando a existência da mesma como um indicador de gestão eficiente, demonstrando que empresas que recompram mais têm lucros maiores, lidando também com riscos maiores.

2.3. *Recompras e Incentivos dos Gestores*

Postas as discordâncias acerca das relações existentes no processo de remuneração dos acionistas, Jensen e Meckling (1976) discutem a relação entre principal, proprietário ou acionista, e agente, gestor ou administrador, trazendo à luz do debate as possíveis divergências dessa relação, uma vez que a pessoa contratada, agente, deve agir em harmonia com os interesses de quem o contratou, principal. Todavia, aquele também possui interesses próprios, configurando assim o conflito de agência.

No contexto do conflito de agência, Jensen e Meckling (1976) destacam a importância dos mecanismos de governança corporativa para mitigar os conflitos, sugerindo que a estrutura de incentivos e a supervisão são essenciais para alinhar os interesses dos agentes com os dos principais. Dentro da estrutura de incentivos, podemos falar sobre a remuneração dos agentes e como esta pode interferir diretamente em seu desempenho, bem como na escolha da metodologia que será utilizada para a remuneração do acionista.

A partir da ótica do mercado brasileiro, Silva (2004) aborda o conflito de agência ao examinar a relação entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, destacando como as decisões financeiras podem ser influenciadas por interesses divergentes. Silva ainda argumenta que, no Brasil, esse conflito é exacerbado por um ambiente de governança corporativa ainda em desenvolvimento, onde a proteção aos direitos dos acionistas minoritários nem sempre é eficaz.

Segundo Marcon e Godoi (2004) é possível classificar a remuneração de um executivo em fixa ou variável. A parcela fixa seria o salário ou pagamento anual e a parcela variável se enquadra como pagamento de longo prazo ou bônus. Alguns autores buscam o entendimento de como a maneira de remunerar um executivo influencia o desempenho da companhia ou até mesmo interferem na política de payout da companhia.

Babenko (2009) investiga a relação entre a recompra de ações e a Sensibilidade Pagamento-Desempenho (PPS), um indicador utilizado para correlacionar a remuneração dos executivos com o desempenho da empresa. O estudo apresenta evidências de uma relação positiva entre esses indicadores. Assim, quanto maior a variação da remuneração em função do desempenho da companhia, maior a probabilidade de ocorrerem recompras de ações.

Bhargava (2011) desenvolve um estudo correlacional entre a remuneração dos executivos, as recompras de ações e as despesas com investimentos, utilizando dados de 700 empresas dos Estados Unidos. O autor conclui que existe uma relação positiva entre a probabilidade de realização de recompras de ações e a remuneração variável dos executivos, baseada em ações ou opções de ações. Esses resultados sugerem que as recompras de ações podem ser utilizadas estrategicamente para aumentar o valor das ações e, conseqüentemente, maximizar os ganhos pessoais dos executivos.

Corroborando os achados de Bhargava (2011), Kim e Ng (2018) investigam a relação entre a remuneração dos executivos e a política de recompra de ações em empresas dos Estados Unidos. O estudo explora como diferentes componentes dos pacotes de remuneração dos executivos influenciam a probabilidade de a empresa realizar recompras de ações. Os autores constataam uma correlação positiva entre a remuneração baseada em ações e a propensão das empresas a realizar recompras.

Young e Yang (2011) investigam como a relação entre a remuneração dos executivos e as recompras de ações pode influenciar o desempenho financeiro das empresas. Utilizando a remuneração dos executivos vinculada ao indicador Lucro por Ação (LPA), os autores demonstram que executivos com contratos que atrelam sua remuneração variável à melhora do LPA tendem a realizar um maior número de recompras de ações. Esse comportamento sugere que os executivos podem utilizar as recompras para reduzir o número de ações disponíveis no mercado, aumentando, assim, o Lucro por Ação.

Conforme explicado por Young e Yang (2011), essa dinâmica pode afetar diretamente os investimentos de longo prazo. A prática de recompra de ações, incentivada pela vinculação da remuneração dos executivos ao LPA, tende a privilegiar ganhos de curto prazo em vez de reinvestimentos voltados para o crescimento e desenvolvimento sustentável da empresa.

Jolls (1998) revela em sua pesquisa que as recompras de ações podem funcionar como um mecanismo eficaz para aumentar o valor das ações no curto prazo, beneficiando diretamente os executivos que possuem uma quantidade significativa de ações ou opções

de ações da empresa. Este fenômeno evidencia um possível trade-off entre a remuneração no curto prazo e os ganhos futuros advindos de investimentos estratégicos. Assim, Jolls (1998) conclui que, em empresas onde a remuneração dos executivos é fortemente baseada em incentivos como ações ou opções de ações, há uma maior probabilidade de ocorrência de recompras de ações.

Amorim, Camargos e Medrado (2019), ao analisar o mercado brasileiro no período de 2011 a 2018, discorre sobre relação entre a recompra de ações, distribuição de dividendos e Juros sobre Capital Próprio (JCP), concluindo que as recompras de ações no Brasil frequentemente atuam como uma extensão das políticas de distribuição de lucros, proporcionando retornos adicionais aos acionistas.

Castro e Yoshinaga (2018), encontram resultados condizentes com a hipótese de sinalização, mas este é um sinal que o mercado não precifica. Os autores mostram que empresas que anunciam programas de recompras geram retornos futuros anormais, ou seja, empresas que anunciam recompras têm performance futura melhor, mas o mercado não precifica esse sinal, de modo que há uma oportunidade de obter retornos anormais.

Kahle (2002) mostra que empresas fazem uso desta reação do mercado para inflar o preço da ação e aumentar o ganho dos gestores que recebem remuneração através de opções de ações. As opções dão ao gestor a possibilidade de comprar um determinado número de ações da empresa por um preço determinado. Quanto maior for o preço da ação no mercado, maior seria o ganho do gestor ao exercer estas opções. Enquanto isso é um incentivo para que o gestor trabalhe em prol dos acionistas visando aumentar o valor das ações da empresa, este mecanismo gera incentivos não tão nobres, como é o caso das recompras. Além disso, enquanto dividendos diluem o Lucro por Ação (LPA), as recompras não, o que gera mais um incentivo em favor das recompras quando os gestores são remunerados com ações da empresa (Jolls, 1998; Bens et al., 2003).

Considerando a literatura discutida nesta seção, a hipótese a ser testada neste estudo é: *Empresas com programa de remuneração executiva baseada em ações fazem mais recompras.*

Assim sendo buscamos o entendimento acerca da relação entre remuneração de executivos, principalmente a parte variável, e programas de recompras realizados no mercado brasileiro no período entre 2018 e 2023, posto que diferente dos mercados estudados, como o dos Estados Unidos, o mercado brasileiro possui algumas nuances que poderiam alterar o entendimento já desenvolvido na literatura.

3 Metodologia

A análise abrange o período de 2018 a 2022, incluindo as empresas listadas na B3 e com dados disponíveis nas bases de dados utilizadas. Os dados de remuneração executiva foram coletados a partir do Portal Dados Abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2024), de onde foram compilados os dados de Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal (Item 13.2 do Anexo 24 da ICVM 480).

Os dados de recompras de ações foram obtidos no site do Centro de Estudos em Mercado de Capitais e Relações com Investidores (CEMCRI, 2024). As demais informações foram obtidas da Economatica. Foram excluídas as empresas com patrimônio líquido negativo, devido à sua situação particular. Após a limpeza, a amostra abrange um total de 472 empresas, somando 1.538 observações. O número de observações incluídas em cada análise varia de acordo com a disponibilidade de dados para as variáveis específicas.

Para testar a hipótese do estudo (*Empresas com programa de remuneração executiva baseada em ações fazem mais recompras*), são estimadas regressões com dados em painel e efeitos fixos de empresa no formato da Equação (1):

$$Recompras_{it} = \beta_0 + \beta_1 RemuneracaoAcoes_{it} + \beta_2 FreeFloat_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Alavancagem_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \epsilon_{it}. \quad (1)$$

Na Equação (1), $Recompras_{it}$ indica o valor de recompras da empresa i no ano t , sendo medido de três formas: (i) logaritmo natural do valor em milhares, (ii) valor por ação e (iii) valor ponderado pelo lucro líquido. São estimadas três versões da Equação (1), uma para cada medida de recompras. A variável de interesse é $RemuneracaoAcoes_{it}$, uma *dummy* que indica empresas que, em cada ano, têm algum percentual de remuneração executiva baseada em ações.

As demais variáveis são variáveis de controle, que visam isolar melhor a relação entre as recompras e a remuneração mantendo constantes os seguintes fatores: percentual das ações em *free float*, rentabilidade dos ativos (ROA), tamanho (medido pelo logaritmo natural do ativo total), alavancagem (medida pelo total de passivos dividido pelo total de ativos), e índice *Book-to-Market* (medido pela razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado das ações).

4 Resultados

4.1 Análise Descritiva

A Figura 1 apresenta a remuneração total média dos setores analisados durante o período do estudo, destacando uma distribuição variada entre eles. Os setores financeiro, saúde e consumo se destacam com uma remuneração média superior em comparação aos demais setores. Notavelmente, o setor financeiro lidera com a maior média de remuneração total, enquanto setores como utilidade pública, comunicações e bens industriais apresentam uma remuneração média mais homogênea e inferior.

Na Figura 2 é possível observar as diferenças de remuneração entre os tipos de compensação (salário, benefícios diretos e indiretos, e ações), destaca-se que, embora o setor financeiro domine em termos de remuneração salarial, ele não mantém essa predominância nas remunerações provenientes de benefícios e ações. Essa segregação indica uma variabilidade na estrutura de compensação entre os setores, sugerindo que a remuneração total é influenciada por diferentes componentes em cada setor

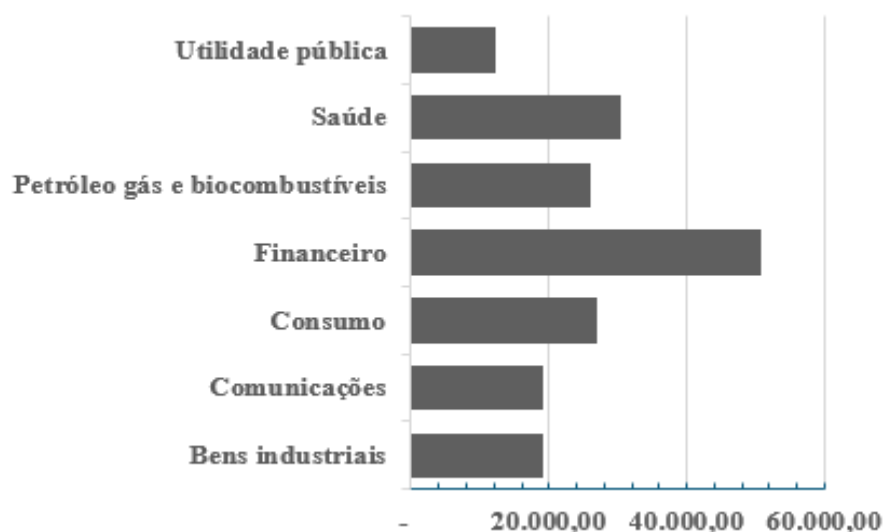


Figura 1: Remuneração Total por Setor

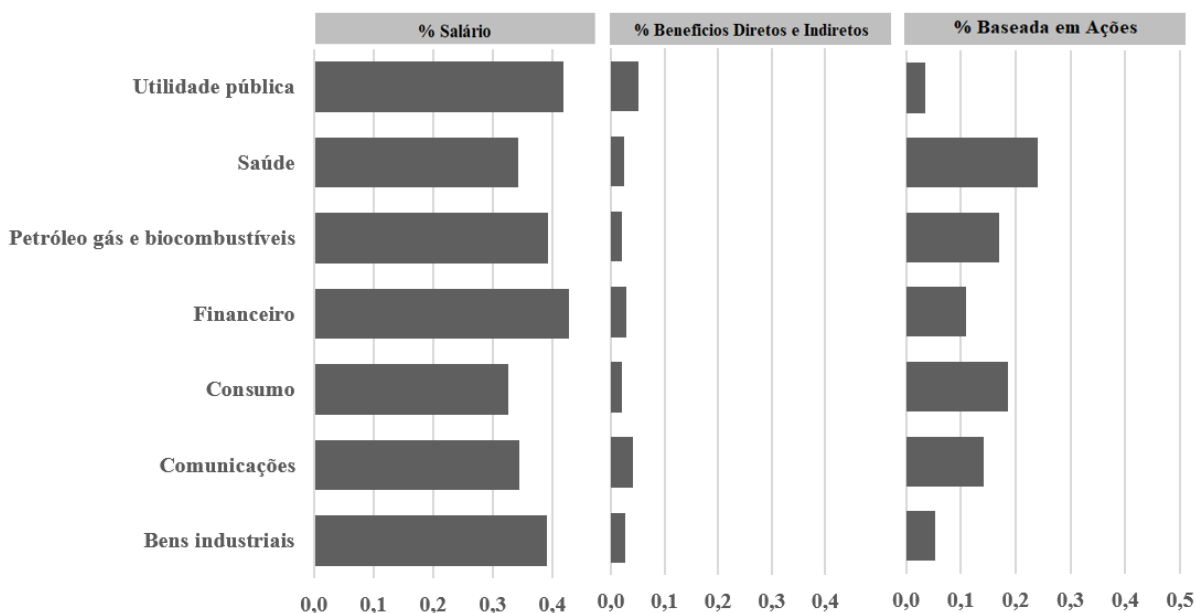


Figura 2: Tipo de Remuneração por Setor

A Figura 3 ilustra o pagamento via recompra de ações, com informações sobre o valor total, valor por ação e percentual de recompra sobre o lucro líquido das empresas em cada setor estudado. Pode-se perceber que o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis se destacou em cada um dos indicadores.

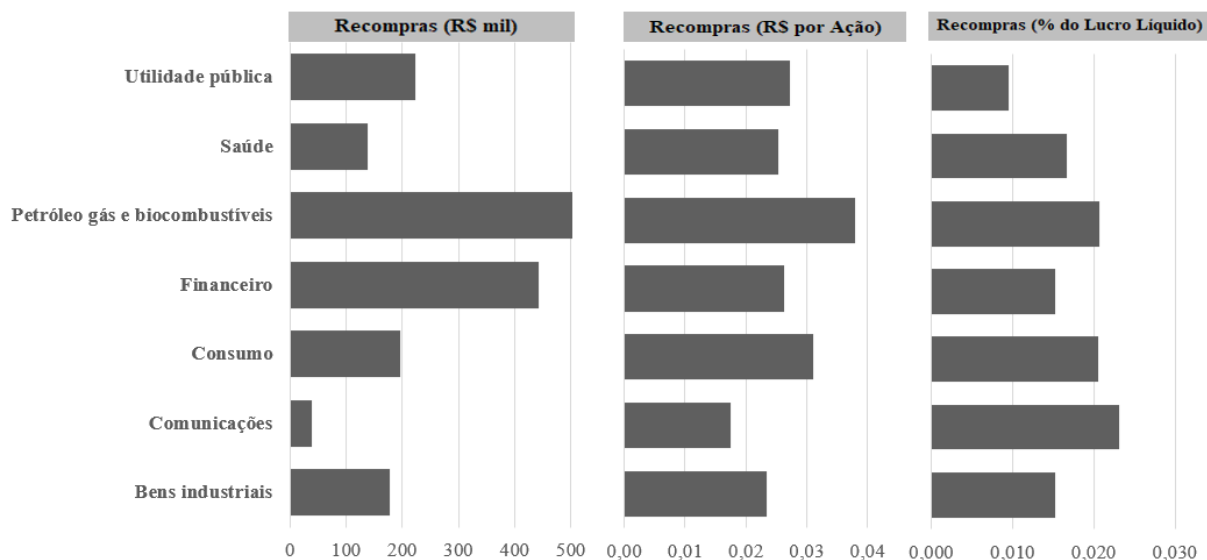


Figura 3: Recompras de Ações por Setor

A Tabela 1 fornece uma visão detalhada das estatísticas descritivas das variáveis analisadas no estudo, destacando a composição da remuneração dos gestores e a prática de recompras de ações nas empresas da amostra.

Observa-se que, em média, 44,5% dos gestores que compõem a amostra foram remunerados com base em ações, enquanto os benefícios diretos e indiretos representam uma parcela significativamente menor, com uma média de apenas 3,0%. Além disso, as empresas apresentam uma considerável variação em termos de tamanho, alavancagem e BTM (book-to-market), refletindo a diversidade das companhias analisadas.

A relação entre recompras de ações e remuneração baseada em ações também é destacada na Tabela 1, quando consideramos o impacto dessas recompras no lucro das

empresas, a média é de 4,3%, mas com variações significativas, conforme indicado pelos valores mínimo e máximo.

Esses dados sugerem uma possível interdependência entre a prática de recompras e a forma como os gestores são remunerados, especialmente aqueles que recebem uma parte significativa de sua compensação em ações, incentivando decisões de recompra que podem beneficiar diretamente sua remuneração.

Variável	N	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
% Salário	1538	0,334	0,313	0,188	0	1
% Benefícios Diretos Indiretos	1538	0,030	0,019	0,043	0	0,678
% Remuneração Baseada Ações	1538	0,106	0	0,167	0	0,965
Remuneração Baseada em Ações (dummy)	1538	0,445	0	0,497	0	1
Recompra (R\$ mil)	1538	3,210	0	5,065	17,646	0
Recompras (R\$ por ação) Em mil	1538	0,057	0	0,145	0	3,427
Recompras (% Lucro)	1538	0,043	0	0,153	-0,835	0,968
Free Float	1538	0,395	0,371	0,319	0	1
Roa	1538	0,034	0,031	0,152	-3,605	1,586
Tamanho	1538	15,106	15,371	2,843	0	21,627
Alavancagem	1538	0,505	0,552	0,291	0	1,283
BTM	1538	0,557	0,373	0,718	0	6

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta uma análise detalhada da correlação entre as variáveis analisadas, apresentando evidências acerca do alinhamento entre a remuneração dos gestores e as decisões de payout das empresas. Observa-se uma correlação negativa significativa entre a parcela do salário fixo dos executivos (% Salário) e a remuneração baseada em ações ($r = -0,368$) bem como com sua variável dummy correspondente ($r = -0,337$).

Sendo possível inferir que, à medida que a remuneração variável baseada em ações aumenta, a dependência do salário fixo diminui, refletindo uma estrutura de incentivos mais alinhada com o desempenho da empresa, podendo ser uma demonstração da teoria da agência estudada por Jensen e Meckling (1976), onde se evidencia uma estrutura de incentivos afim de se mitigar a conflito entre agente e principal.

Adicionalmente, a correlação positiva entre a remuneração baseada em ações e as práticas de recompra é evidente, através da relação entre as variáveis "Recompra (R\$ mil) LN" apresentando uma correlação de 0,248 e "% Remuneração Baseada em Ações" e de 0,322 com a variável dummy de remuneração baseada em ações. Essa correlação reforça

a hipótese apresentada por Babenko (2009) e corroborada por outros estudos, como o de Bhargava (2011) e Kim e Ng (2018), de que executivos com remuneração atrelada ao desempenho, através de opções, têm maior propensão a realizar recompras de ações. Essas recompras podem ser vistas como uma estratégia para elevar o preço das ações e, conseqüentemente, maximizar a remuneração dos executivos.

Corroborando com os resultados, o Anexo I apresenta uma série de Comunicados ao Mercado referentes ao encerramento de programas de recompra de ações. Em todos esses comunicados, as empresas destacam as motivações que as levaram a implementar tais programas, com especial atenção para a “utilização das ações em atendimento ao exercício de opções de compra de ações outorgadas pela Companhia.”. Assim esses comunicados sugerem que as recompras não apenas atendem às estratégias de sinalização e gerenciamento da estrutura de capital, mas também desempenham um papel crucial na execução de planos de remuneração baseados em ações, alinhando os interesses dos executivos com os dos acionistas debatido na teoria da agência.

Não menos importante e corroborando com os resultados iniciais, a correlação negativa entre a remuneração fixa e as recompras sugere que executivos com uma parcela maior de sua compensação em salário fixo são menos inclinados a realizar recompra de ações. Este resultado é consistente com os achados de Jensen e Meckling (1976), que discutem o conflito de agência e a importância de estruturas de remuneração que alinhem os interesses dos com os dos principais.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) % Salário	1											
(2) % Benefícios Diretos Indiretos	0,172	1										
(3) % Remuneração Baseada Ações	-0,368	-0,173	1									
(4) Remuneração Baseada em Ações (dummy)	-0,337	-0,134	0,706	1								
(5) Recompra (R\$ mil) LN	-0,239	-0,145	0,248	0,322	1							
(6) Recompras (R\$ por ação)	-0,176	-0,092	0,224	0,248	0,624	1						
(7) Recompras (% Lucro)	-0,084	-0,063	0,087	0,154	0,459	0,259	1					
(8) FreeFloat	-0,173	-0,092	0,199	0,184	0,310	0,208	0,081	1				
(9) Roa	0,038	0,039	-0,094	-0,079	0,012	0,025	0,065	0,001	1			
(10) Tamanho	-0,196	-0,017	0,104	0,110	0,178	0,151	0,045	0,126	0,034	1		
(11) Alavancagem	0,042	0,032	-0,020	-0,043	-0,067	-0,057	0,020	-0,071	-0,006	0,229	1	
(12) BTM	0,068	-0,004	-0,019	-0,069	0,104	-0,031	0,033	0,208	-0,055	0,076	0,074	1

Tabela 2: Tabela de correlação

4.2 Análise de Regressão

A tabela 3 apresenta os principais resultados regressão, essa foi conduzida utilizando três diferentes variáveis dependentes: Recompras em R\$ mil, Recompras em R\$ por ação, e Recompras como porcentagem do lucro líquido (LL). Os resultados indicam que a Remuneração Baseada em Ações é positivamente significativa em todas as especificações, com coeficientes de 2,7628 ($p < 0,01$), 0,0059 ($p < 0,01$), e 0,0475 ($p < 0,01$) para as três variáveis dependentes, respectivamente. Esses achados corroboram a hipótese de que empresas com programas de remuneração executiva atrelada ao desempenho tendem a realizar mais recompras, possivelmente como forma de inflar o preço das ações e, conseqüentemente, aumentar a remuneração dos executivos.

O Free Float apresentou coeficientes positivos e estatisticamente significativos em duas das três regressões, indicando que empresas com uma maior proporção de ações em circulação no mercado tendem a realizar recompras em valores absolutos e por ação. Este comportamento pode ser interpretado à luz da teoria da sinalização, que sugere que as empresas utilizam recompras de ações como um sinal ao mercado de que suas ações estão subvalorizadas. Ao recomprar ações, a empresa reduz o número de ações em circulação, o que pode aumentar o lucro por ação e, assim, melhorar a percepção de valor por parte dos investidores.

Adicionalmente, a teoria da sinalização postula que, ao realizar recompras, as empresas transmitem confiança em sua saúde financeira e no futuro desempenho. Esse sinal é particularmente relevante para empresas com alto Free Float, onde há um grande número de investidores que podem ser influenciados por essas estratégias. Assim, ao recomprar ações sem comprometer significativamente seus lucros, as empresas não apenas gerenciam a percepção de valor de suas ações, mas também reforçam a confiança dos investidores no seu potencial de crescimento e na solidez de sua gestão.

Em relação ao Tamanho da empresa, os coeficientes foram positivos e significativos ($p < 0,01$) para as variáveis de Recompras em R\$ mil e Recompras em R\$ por ação, mas não para Recompras como porcentagem do LL. Isso sugere que empresas maiores têm maior capacidade de realizar recompras em termos absolutos e por ação, mas essa capacidade não se traduz em uma proporção maior das recompras em relação ao lucro líquido. Este resultado pode refletir a maior disponibilidade de recursos financeiros nas grandes empresas, permitindo-lhes realizar recompras substanciais sem que essas recompras representem uma porção significativa de seus lucros.

Por outro lado, a Alavancagem apresentou coeficientes negativos e significativos em duas das três regressões ($p < 0,05$), sugerindo que empresas com maior nível de endividamento são menos propensas a realizar recompras de ações, tanto em termos absolutos quanto por ação. Este achado está alinhado com as conclusões de Bhargava (2011), que demonstrou que o endividamento pode ser um fator limitante para a prática de recompra, principalmente devido ao aumento do custo de capital e à necessidade de priorizar o serviço da dívida. Empresas mais alavancadas tendem a ter restrições financeiras que limitam a disponibilidade de caixa para recompras, uma vez que devem priorizar o pagamento de juros e a redução de passivos.

Adicionalmente, o coeficiente não significativo para a variável de Recompras como porcentagem do lucro líquido sugere que, embora a alavancagem reduza a capacidade de recompra em termos absolutos, ela não afeta de forma significativa a proporção das recompras em relação aos lucros das empresas. Este resultado corrobora o estudo de Bhargava (2011), que também identificou que a estrutura de capital pode influenciar as decisões de recompra, mas sem necessariamente comprometer a relação entre recompra e lucratividade. Assim, os achados reforçam a complexidade da interação entre o nível de endividamento e as políticas de remuneração aos acionistas, evidenciando que a

alavancagem pode limitar a prática de recompra, mas não altera a proporção de lucros destinados a essa finalidade.

	Variável Dependente		
	Recompras (R\$ mil)	Recompras (R\$ por ação)	Recompras (% do LL)
Remuneração Baseada em Ações	2,7628*** (0,2419)	0,0059*** (0,0007)	0,0475*** (0,0080)
Free Float	3,5523*** (0,3852)	0,0074*** (0,0012)	0,0219 (0,0128)
ROA	1,0846 (0,7708)	0,0032 (0,0023)	0,0800*** (0,0255)
Tamanho	0,2321*** (0,0428)	0,0006*** (0,0001)	0,0006 (0,0014)
Alavancagem	-1,2915** (0,4149)	-0,0031** (0,0012)	0,0135 (0,0137)
BTM	0,5187*** (0,1679)	-0,0011** (0,0005)	0,0077 (0,0056)
Observações	1538	1538	1538
R ²	0,193	0,108	0,035
R ² Ajustado	0,190	0,105	0,031
Estatística F	60,938	31,038	9,171

Obs: Níveis de significância: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tabela 3: Resultados das regressões

5 Considerações Finais

Este estudo examinou a relação entre os incentivos executivos, especificamente na forma de remuneração baseada em opções de ações, e a prática de recompra de ações por empresas listadas na B3. Os resultados demonstram que empresas que adotam programas de remuneração atrelados ao valor das ações tendem a realizar recompras de maior valor, sugerindo que essas operações são usadas de maneira estratégica pelos gestores para maximizar seus próprios retornos. Essa relação evidencia um possível alinhamento entre os interesses dos executivos e as decisões financeiras corporativas que, embora beneficiem os acionistas, também favorecem a remuneração variável da alta gestão.

A contribuição deste trabalho é significativa ao explorar a relação entre o perfil de remuneração dos executivos e as estratégias de recompra de ações, fazendo essa análise, a pesquisa amplia o entendimento sobre como os incentivos financeiros podem influenciar decisões estratégicas dentro das empresas, oferecendo uma nova perspectiva sobre as práticas de governança corporativa no Brasil. Ademais, ao relacionar a remuneração dos executivos com as recompras, este estudo contribui para o debate sobre a eficácia e as possíveis distorções geradas por esses incentivos.

Estudos futuros podem avançar essa linha de pesquisa, especialmente ao considerar as nuances de diferentes contextos econômicos. Uma sugestão importante seria investigar separadamente os períodos pré e pós-pandemia, dado que a COVID-19 trouxe impactos significativos sobre a economia e a gestão corporativa. Esse recorte temporal

pode revelar se a relação entre remuneração e recompra de ações se manteve consistente ou sofreu variações em resposta às mudanças no ambiente econômico.

Além disso, seria pertinente explorar se a associação identificada neste estudo se verifica em diferentes fases do ciclo econômico, tanto em momentos de expansão quanto de retração. A análise comparativa entre esses períodos pode fornecer insights adicionais sobre a resiliência ou adaptabilidade das práticas de recompra de ações em resposta aos incentivos dos executivos, considerando diferentes cenários econômicos. Assim, a continuidade dessa investigação pode oferecer um quadro mais abrangente e robusto sobre o papel dos incentivos executivos na formulação de estratégias financeiras.

Referências

- Amorim, A. S., Camargos, M. A., & Medrado, W. F. (2019). Relação entre a recompra de ações, distribuição de dividendos e Juros sobre Capital Próprio (JCP) no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(5), 1307-1325. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i5.4023>
- Babenko, I. (2009). Share repurchases and pay-performance sensitivity of employee compensation contracts. *The Journal of Financial Economics*, 91(2), 299-323. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.002>
- Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. J., & Wong, M. H. F. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 51-90. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(03\)00038-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(03)00038-4)
- Bhargava, A. (2011). Executive compensation, share repurchases and investment expenditures: Evidence from the US. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(3), 391-410. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0171-1>
- Bonaime, A. A., Öztekin, Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182–200. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brito, L. A. L., Lima, E. R. P., & Silva, A. B. (2009). Políticas de dividendos e recompra de ações no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(2), 265-283. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552009000200006>
- Castro, F. H., & Yoshinaga, C. (2018). A sub-reação a recompras de ações no mercado aberto. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 172–185. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806230>
- Centro de Estudos em Mercado de Capitais e Relações com Investidores (CEMCRI). Bases de dados. <https://pesquisa.fecap.br/cemcri/>
- Chen, N.-Y., & Liu, C.-C. (2021). Share repurchases and market signaling: Evidence from earnings management. *International Review of Finance*, 21(4), 1203–1224. <https://doi.org/10.1111/irfi.12357>
- Cruz, F. R. (2018). *Efeitos da compensação de gestores por meio de opções de ações sobre as decisões de pagamento de dividendos e de recompra de ações das firmas brasileiras* (Master's thesis). Universidade Federal de Minas Gerais. <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/34902>
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2024). *Portal Dados Abertos*. https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre Acesso em 09/02/2024.
- Gabrielli, M. F., & Saito, R. (2004). Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *Revista de Administração de Empresas*, 44(1), 54–67. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902004000100005>
- Garbin, J. F. B. R. (2020). *Política de distribuição de proventos e tributação* (Master's thesis). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <https://pesquisa-eaesp.fgv.br/teses-dissertacoes/politica-de-distribuicao-de-proventos-e-tributacao>
- Garcia, I. A. S., & Lucena, W. G. L. (2017). Motivos para recompra de ações: uma análise com as empresas da BM&FBovespa e da NYSE. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(3), 021–038. <https://doi.org/10.14392/asaa.2017100303>
- Gelb, D. S. (2000). Corporate signaling with dividends, stock repurchases, and accounting disclosures: An empirical study. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(2), 99–120. <https://doi.org/10.1177/0148558X0001500202>

- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31–51. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00511.x>
- Hillert, A., Maug, E., & Obernberger, S. (2016). Stock repurchases and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 186–209. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.007>
- Huang, G.-C., Hsiao, Y.-J., & Liu, Y.-L. (2013). Open-market stock repurchases by insurance companies and signaling. *Risk Management and Insurance Review*, 16(1), 47–69. <https://doi.org/10.1111/rmir.12003>
- Iyer, S. R., & Rao, R. P. (2017). Share repurchases and the flexibility hypothesis. *Journal of Financial Research*, 40(3), 287–313. <https://doi.org/10.1111/jfir.12123>
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355–384. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00061-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1)
- 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)
- Jolls, C. (1998). Stock repurchases and incentive compensation. *National Bureau of Economic Research (NBER)*. <https://doi.org/10.3386/w6467>
- Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235–261. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00046-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00046-7)
- Kim, J. B., & Ng, D. (2018). Executive compensation and share repurchases: Evidence from the US. *Journal of Corporate Finance*, 52, 223-241. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.008>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01770.x>
- Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm
- Lopes, M. F. (2019). *Recompras de ações no contexto brasileiro: Um estudo da relação com os planos de remuneração baseados em ações e com os investimentos corporativos* (Master's thesis). Universidade de São Paulo. <https://doi.org/10.11606/D.12.2019.tde-14082019-110654>
- Marcon, R., & Godoi, C. K. (2004). Remuneração de executivos e desempenho empresarial: um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 8(1), 9-27. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552004000100002>
- McNally, W. J. (1999). Open market stock repurchase signaling. *Financial Management*, 28(2), 55–67. <https://doi.org/10.2307/3666408>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Mota, F. R. (2007). Política de dividendos e recompra de ações no Brasil: Um estudo empírico. *Revista de Administração de Empresas*, 47(4), 78-89. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902007000400006>
- Nascimento, S. F., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Motivações determinantes para a recompra de ações: Um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, 12(2), 98–121. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712011000200006>
- Nossa, S. N., Lopes, A. B., & Teixeira, A. (2010). A Recompra de ações e a análise fundamentalista: Um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006. *Brazilian Business Review*, 7(1), 1–23. <https://doi.org/10.15728/bbr.2010.7.1.1>

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2015). *Administração financeira* (10th ed.). AMGH Editora.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa e conflito de agência no Brasil: Um estudo sobre a relação entre acionistas majoritários e minoritários. *Revista de Administração Contemporânea*, 8(4), 113-135. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552004000400007>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139–183. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90011-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90011-8)
- Wang, H. B., Nguyen, C., & Rafi, N. A. (2021). The effectiveness of price-stabilizing share buybacks: Evidence from listed firms in Vietnam. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, Article 101436. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101436>
- Young, S., & Yang, J. (2011). Stock repurchases and executive compensation contract design: The role of earnings per share performance conditions. *The Accounting Review*, 86(2), 703-733. <https://doi.org/10.2308/accr.00000018>