

## **Remuneração dos Executivos e Desempenho Financeiro das Companhias Abertas Brasileiras**

**PAULO VITOR SOUZA DE SOUZA**

*Universidade Federal do Pará*

**KELLY TEIXEIRA RODRIGUES FARIAS**

*Universidade Federal do Pará*

### **Resumo**

O presente estudo teve como objetivo verificar qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas do Brasil. Assume-se que incentivos econômicos são capazes de alinhar os interesses entre acionistas e gestores, assim se espera que quanto maior a remuneração dos executivos maior deverá ser o desempenho financeiro das companhias. A pesquisa é composta por 291 empresas com o total de 696 observações nos anos de 2011 a 2013. Os dados foram extraídos dos Formulários de Referência da Comissão de Valores Mobiliários a partir da promulgação da Instrução Normativa 480/2009, que obrigou as companhias abertas a evidenciarem as informações sobre a remuneração dos executivos. A partir das análises dos valores recebidos pelos executivos, os resultados obtidos mostram que o setor que mais remunera totalmente e em média os executivos é o de extração mineral. Para verificar a hipótese de uma relação positiva e significativa entre remuneração e desempenho foram utilizados testes de correlação, para identificar a associação e de regressão múltipla linear para identificar a relação existente. O teste de correlação não identificou associação significativa entre as variáveis, porém as análises de regressão múltipla encontraram diversas relações de índices de remuneração com índices de desempenho financeiro, sendo relação positiva para Remuneração Total, Salários e Pró-Labore, Participação nos Resultados e Bônus e relação negativa para Remuneração Baseada em Ações. Para as demais remunerações não houve influência significativa. Conclui-se que a remuneração está relacionada de forma positiva com os índices financeiros a partir da relação significativa com a maioria dos indicadores de remuneração. Para pesquisas futuras, sugere-se ampliar os indicadores de desempenho, incluindo indicadores de mercado e verificar se há mais relação dos valores recebidos ou características das remunerações dos executivos.

**Palavras chave:** Remuneração dos Executivos; Desempenho Financeiro, Política de Remuneração, Teoria da Agência.

## 1 INTRODUÇÃO

Os escândalos da *Enron* e da *WorldCom* em 2001 e a crise do *subprime* em 2007 tiveram grande repercussão nos meios de comunicação de todo o mundo e revelaram falhas na estrutura de governança corporativa das companhias (Krauter, 2013). O controle imperfeito dos acionistas sobre seus executivos tem sido muito discutido, principalmente, após esses escândalos, que envolveram altos executivos de grandes corporações mundiais (Oliva & Albuquerque, 2007). Além disso, os altos salários pagos a esses executivos levantaram questionamentos quanto ao modelo de remuneração mais eficaz (Vassoler, 2010).

Segundo Krauter (2013), a remuneração dos executivos no Brasil tornou-se uma ferramenta importante, pois é um sistema que alinha o comportamento das pessoas com os objetivos estratégicos do negócio. Como citado por Souza e Borba (2007), é de importância que a empresa tenha um procedimento formal e transparente para desenvolver sua política de remuneração e estabelecer o nível salarial de seus executivos. Assim, torna-se necessário as empresas dos diversos segmentos evidenciarem as informações referentes sobre os tipos de operações exercidas pelas companhias, assim como as informações sobre os rendimentos obtidos pelos seus dirigentes. No Brasil, as empresas passaram a evidenciar a remuneração dos executivos somente a partir da Instrução Normativa nº 480 da CVM de 7 de dezembro de 2009, retroagindo ao ano de 2007 (CVM, 2009; Machado & Beuren, 2013).

Pesquisas sobre remuneração dos executivos foram divulgadas antes da promulgação da Instrução Normativa da CVM, com diferentes temáticas. Uma das temáticas que mais chama atenção é a relação da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro das empresas, pois a remuneração baseada em desempenho auxilia a organização a atingir seus objetivos (Santos, 2011). Silva e Chien (2013) explicam que uma possível relação positiva entre a remuneração executiva e valor significa que as empresas que melhor remuneraram seu alto escalão atrairão os profissionais mais bem preparados e com maior experiência, possibilitando desempenho superior ao dos concorrentes.

O principal argumento utilizado nos estudos é baseado na teoria da agência, que consiste resumidamente em modos de alinhar os incentivos dos executivos com os interesses dos acionistas (Jensen & Meckling, 2008), a fim de minimizar o problema da agência, que ocorre quando as decisões que maximizam os ganhos dos executivos não aumentam a riqueza do acionista.

Os executivos devem pensar e atuar como proprietários, porque se defrontam com as responsabilidades e oportunidades dos proprietários (Marcon & Godo, 2004). Nesse contexto, é esperado que os executivos se empenhem para que a companhias possam obter um desempenho financeiro cada vez maior, pois eles são beneficiados de tal crescimento financeiro. Essa forma de remuneração e sua relação com o desempenho financeiro das companhias tornou-se questionável, e importante de pesquisar.

Após estudos da área de transparência de informações acerca da remuneração dos dirigentes, uma problemática surgiu sobre a relação da remuneração e desempenho. Pesquisas anteriores evidenciaram a relação positiva entre remuneração dos executivos e desempenho financeiro em empresas brasileiras (Beuren, Mazzioni, & Silva, 2014; Camargos & Helal, 2007; Krauter, 2013), também uma relação negativa surgiu nas variáveis de remuneração e desempenho (Nascimento, Franco, & Cherobin, 2012) e pesquisas que não identificaram nenhuma relação significativa entre as variáveis (Costa, Teixeira, & Galdi, 2013; Silva & Chien, 2013).

Como as pesquisas anteriores apresentaram resultados distintos, o problema de pesquisa investigado neste trabalho foi: Qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto?

Se os executivos, a partir de incentivos em suas remunerações, empenham-se para que o desempenho da empresa possa se manter crescente, com retornos positivos para eles, pode subtender-se que quanto maior é a remuneração dos executivos das companhias abertas do Brasil maior será o seu desempenho financeiro, de acordo com as pesquisas anteriores realizadas (Beuren, Mazzioni, & Silva, 2014; Camargos & Helal, 2007; Krauter, 2013).

Para efetuar o teste da hipótese teórica, foi utilizada a seguinte hipótese alternativa:

H1: Há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras.

A elaboração do presente estudo justifica-se pelo fato de que pesquisas anteriores apresentaram resultados distintos, sendo necessária a realização de mais pesquisas para observar se há alguma relação entre a remuneração executiva e desempenho financeiro das companhias no contexto brasileiro. O contexto das companhias abertas foi escolhido para realizar a pesquisa, pois as mesmas divulgam obrigatoriamente suas informações e o período de 2011 à 2013 se constitui em uma oportunidade para observar a remuneração dos executivos a partir da Instrução Normativa nº 480 da CVM, que obriga as companhias abertas a publicarem informações referentes a remuneração dos executivos. As pesquisas anteriores utilizaram variáveis *dummy* na métrica de remuneração (Costa, Teixeira, & Galdi, 2013; Nascimento, Franco, & Cherobim, 2012), os resultados obtidos não foram suficientes para identificar relação positiva entre remuneração e desempenho, porém, no presente estudo, foi observado o valor das remunerações, divulgado na descrição da política de remuneração das companhias abertas por meio da análise dos seus formulários de referência.

O presente trabalho objetiva verificar qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas do Brasil, descrever as formas de remuneração existentes e identificar qual tipo de remuneração apresenta maior relação com o desempenho financeiro.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Conflitos de Interesse e Plano de Incentivo aos Gestores**

Como mencionado por Chiavenato (2002), as pessoas nunca tem objetivos e interesses idênticos, as diferenças de objetivos e de interesses individuais sempre produzem alguma espécie de conflito. Esse conflito existe quando uma das partes tenta alcançar seus próprios objetivos interligados com alguma outra parte e esta interfere na outra que procura atingir seus objetivos.

Segundo Srour (1998), os executivos constituem o centro de gravidade de varias disputas, porque entram em conflito com os proprietários, entre si, ou com os assessores. As disputas chegam a focar salários, cargos e atribuições, autonomia de ação, recursos destinados às subunidades organizacionais, participação em comitês, quantidade de subordinados, acesso a informações e símbolos de poder.

Como modo de alinhar os objetivos dos agentes com proprietários, Fochesatto (2002) diz que é bastante significativa a gradativa sofisticação dos planos de incentivos e recompensa como meios eficazes de envolver as pessoas no sentido de alcançarem determinados objetivos da empresa. Isso mostra uma crescente tentativa de aproximação entre os objetivos organizacionais e os objetivos individuais das pessoas.

Andrade (2006) comenta que a teoria da agência (ou problema agente- principal) aparece quando o bem estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outras (denominada agente), enquanto Jensen e Meckling (2008) definem uma relação de agência como sendo um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a

delegação de alguma autoridade de decisão para o agente, sendo ambas as partes são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente não irá atuar conforme os interesses do principal. Cunha (2012) salienta que os agentes, apesar de terem o dever de promover os interesses e concretizar a estratégias definidas pelos principais, muitas vezes prosseguem interesses e concretizam estratégias em interesse próprio, criando-se assim o problema da agência, que servirá de base para este estudo.

A interação dos gestores com a contabilidade e o controle é complexa, pois estão no ponto central do processo da firma. Sua contribuição para a empresa, por não poder ser mensurada diretamente, acaba sendo baseada em medidas contábeis de resultado (Sunder, 2014).

Bezerra (2012) destaca que a hipótese do plano de incentivos afirma que os gestores das organizações, que recebem planos de bonificação baseados no lucro são mais propensos a escolher procedimentos contábeis que fazem com que os lucros futuros sejam reportados no período presente, sugerindo que o comportamento de um gestor é direcionado a maximizar seus ganhos. Os gestores cuja compensação é dependente dos resultados, por meio de planos de compensação, acabam sendo induzidos a suavizar as medidas de desempenho ao longo do tempo para assim obterem retornos favoráveis (Sunder, 2014).

## **2.2 Remuneração dos Executivos**

Ao se falar de remuneração de executivos, vários fatores são levados em consideração como rendimentos, fatores financeiros e não financeiros, com suas variáveis. Autores de pesquisas passadas fizeram uma breve explanação sobre os tipos de remuneração que as entidades proporcionam aos seus executivos (Costa, Teixeira, & Galdi, 2013; Krauter, 2013; Machado & Beuren, 2013; Moreira, 2011; Silva & Chien, 2013; Silveira; Barros, & Famá, 2003).

Segundo a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2009), a remuneração a ser divulgada pelas companhias de capital aberto se divide em: Remuneração Fixa, Remuneração Variável e Remuneração baseada em ações, sendo que a remuneração fixa subdivide-se em salários e pró labore que compreendem os benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outras espécies de remunerações. A remuneração variável é segregada em bônus, participações nos resultados da companhia, remuneração por participações em reuniões, comissões e outros.

Marcon e Godo (2004) destacam que a remuneração dos executivos tem duas partes distintas, sendo o pagamento anual e pagamento em longo prazo. O pagamento anual consiste em salário (pagamento fixo) e bônus (pagamento variável). O pagamento de longo prazo é o pagamento variável associado à unidade de desempenho operacional sobre períodos de tempo superiores há um ano.

Embora haja heterogeneidade nas práticas de pagamento entre as empresas, os planos de remuneração de executivos devem conter quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho contábil ou a outro indicador acordado entre as partes, opções de ações e planos de incentivos de longo prazo (Machado & Beuren, 2013).

Chiavenato (2004) trata a compensação segregada em financeira e não financeira, sendo financeira direta e indireta e a não financeira, segregadas em relativo ao cargo e relativo ao ambiente de trabalho.

Hipólito (2002) afirma que os possíveis componentes de um sistema de recompensas se apresentam na forma de remuneração variável em longo prazo, como participação acionária, e em curto prazo, como participação nos lucros e resultados, comissionamento de vendas, entre outros.

### 2.3 Indicadores Econômico-Financeiros e as Mudanças nas Normas Contábeis

As mudanças nas normas contábeis a partir da promulgação da Lei nº 11.638/07 levaram diversas mudanças nas demonstrações contábeis. O estudo realizado por Braga et al. (2010), identificou que existe mudança significativa (aumento) no índice de endividamento de companhias brasileiras com a reapresentação das demonstrações contábeis referentes ao período de 2007 de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil, porém, essa diferença não é percebida nos demais índices analisados. Ressalta-se que estas conclusões se limitam à amostra e ao período analisado, tendo em vista a metodologia empregada na construção da pesquisa empírica.

Cunha et al. (2013) em sua pesquisa sobre os reflexos da lei 11.638/07 nos indicadores contábeis das empresas têxteis listadas na BM&FBovespa, que objetivava verificar se houve reflexos estatisticamente significativos nos indicadores contábeis após a Lei nº 11.638 (2007). Os resultados provenientes dessa pesquisa mostraram que não houve reflexo estatisticamente significativo nos indicadores contábeis após a Lei nº 11.638 (2007).

Silveira, Barros e Famá (2003) em seu estudo sobre a estrutura de governança corporativa e o desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras, as variáveis de desempenho que foram empregadas na pesquisa foram: o retorno sobre o ativo do lucro operacional próprio (RSAPR), o retorno sobre o ativo do lucro operacional (RSAOP), o retorno sobre o patrimônio líquido do lucro operacional próprio (RSPLPR), o retorno sobre o patrimônio líquido do lucro operacional (RSPLOP) e o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITSAT). Na Tabela 01, sintetizam-se os indicadores de remuneração executiva utilizados nas principais pesquisas anteriores, os quais fizeram relação com desempenho das companhias.

**Tabela 01 – Resumo dos indicadores de remuneração utilizadas em pesquisas anteriores e sua forma de mensuração.**

ÍNDICES DE REMUNERAÇÃO	SISTEMÁTICA PARA MENSURAÇÃO	AUTORES
Remuneração total (RT)	Soma de todas as remunerações recebidas.	BEUREN, MAZZIONI E SILVA, 2014; SILVA E CHIEN, 2013
Variável <i>dummy</i> Remuneração (INCENT)	Variável binária, assumindo 1 se a empresa possuir remuneração variável e 0 caso contrário.	COSTA, TEIXEIRA E GALDI, 2013
Remuneração Variável (RV)	Variável <i>dummy</i> , assumindo 1 se a empresa possuir remuneração variável e 0 caso contrário.	NASCIMENTO, FRANCO E CHEROBIM, 2012
Salário Mensal Médio (SMM)	Valor do salário mensal nominal médio no final do exercício.	KRAUTER, 2013
Salário Variável Médio (SVM)	Valor médio recebido pelos executivos durante o ano a título de remuneração variável.	
Índice de Benefícios (IBEN)	Foi atribuído 1 ponto para cada benefício oferecido pela empresa a todos os seus executivos; 0 ponto para cada benefício não oferecido. Os pontos são somados e o resultado é o índice.	
Índice de Carreira (ICAR)		
Índice de Desenvolvimento (IDEN)		
Remuneração de Executivos (RE)	Remuneração média paga pelas empresas da amostra aos membros do CA e da DE.	CAMARGOS E HELAL, 2007
Remuneração Individual Média (RIM)	Remuneração total dividida pelo número de diretores e conselheiros.	SILVA E CHIEN, 2013

Fonte: Elaborado pelos autores.

#### **2.4 Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro**

A literatura na área de remuneração de executivos trata com certa frequência da sua relação com o desempenho econômico e financeiro das entidades, porém seus resultados divergem, o que motiva esse estudo.

Camargos e Helal (2007), em sua pesquisa, fizeram a relação entre a remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras, objetivando fazer uma análise das variáveis de desempenho financeiro e de governança corporativa que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que têm American Depositary Receipts (ADRs) listados em bolsas norte americanas. Sua amostra era composta de 29 empresas abrangendo o ano de 2005. O modelo utilizado para identificar os fatores determinantes da remuneração dos executivos em empresas de capital aberto brasileiras foi uma regressão múltipla, precedida por uma análise de componentes principais (ACP), encontrando uma relação significativa estatisticamente entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro da empresa, e entre variáveis ligadas ao conselho de administração, sinalizando que os pacotes de compensação de executivos estão diretamente associados ao bom desempenho das grandes corporações brasileiras e ao monitoramento exercido pelo conselho de administração.

Nascimento, Franco e Cherobim (2012) associaram remuneração variável com indicadores financeiros no setor elétrico brasileiro. O objetivo da pesquisa foi identificar se existe associação entre os índices contábeis financeiros e as práticas de remuneração variável nas empresas do setor de energia elétrica do Brasil, com uma amostra composta por 49 empresas no ano de 2008. Foram aplicados testes estatísticos descritivos e de correlação fundamentados no coeficiente de *Spearman*, cujo modelo permite avaliar os dados para comprovar se uma variável é explicada por outra. Em seu estudo, o resultado constatou que as práticas de remuneração variável não têm influência positiva nos resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas do setor elétrico brasileiro.

Costa, Teixeira e Galdi (2013) fizeram um estudo sobre a associação entre a remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas. Seu estudo tinha como objetivo verificar a possível associação entre o desempenho econômico e a presença de sistemas de incentivos oferecidos aos gestores das empresas da América Latina com ADR's negociadas na Bolsa de Nova Iorque, no período de 2002 a 2010. Contava com 9 empresas da Argentina, 22 do Brasil, 8 do Chile, 1 da Colômbia, 16 do México e 1 do Peru. Para medir a remuneração, foi utilizada uma variável binária que assumia 1 para empresa com remuneração variável e 0 para a que não possuísse. As evidências encontradas sugerem que não há associação estatisticamente significativa entre as medidas de retorno e o fato das empresas da amostra oferecerem incentivos aos gestores. Porém foram encontradas evidências de associação estatisticamente significativa entre a presença de incentivos gerenciais oferecidos aos gestores com as variáveis de remuneração dos gestores, estrutura de propriedade, logaritmo do ativo total e logaritmo do crescimento das vendas.

A pesquisa de Silva e Chien (2013) tratou da remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas, com o objetivo de identificar se a remuneração dos executivos afeta o valor e desempenho das empresas no Brasil. Sua amostra foi a mais extensa encontrada em pesquisas anteriores, elas contaram com 420 empresas em um período de 8 anos, compreendendo os anos de 2002 a 2009, também utilizando o período mais abrangente. Para avaliar se as empresas que mais remuneram seus administradores são aquelas que apresentam maior valor e melhor desempenho, foram estimadas regressões usando três métodos econométricos. O resultado de sua pesquisa constatou que não existe relação significativa entre remuneração executiva, valor e desempenho da empresa.

Krauter (2013), em sua pesquisa aborda a remuneração de executivos e desempenho financeiro em empresas brasileiras, tem como objetivo principal de investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. Adicionalmente, procurou conhecer as características do sistema de remuneração dos executivos das empresas brasileiras. A amostra de sua pesquisa contou com 82 empresas industriais em dois bancos de dados, o da PROGEP e FIPECAFI, abrangendo os exercícios de 2008 e 2009. Os resultados da análise de regressão linear múltipla mostraram que existe relação entre remuneração financeira e desempenho financeiro e entre remuneração não financeira e desempenho financeiro. Esses resultados apontam que a remuneração pode ajudar a direcionar os esforços dos executivos em direção aos objetivos estratégicos do negócio, contribuindo para que a empresa alcance níveis superiores de desempenho financeiro.

Beuren, Mazzioni e Silva (2014), pesquisaram sobre a remuneração dos executivos versus desempenho das empresas, que tinha como objetivo geral analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o tamanho e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Tal estudo contou com uma amostra de 219 empresas que compreendia o período de 2009 a 2011. Para testar as hipóteses de pesquisa, aplicaram-se as técnicas de estatística descritiva, teste de normalidade, correlação canônica, teste não paramétrico de Mann-Whitney e correlação de *Spearman*. Os resultados da pesquisa são reveladores e, embora confirmem a ocorrência de relação entre remuneração dos executivos e desempenho de mercado das empresas pesquisadas, surpreendem pela não ocorrência de relação com os indicadores financeiros.

### **3 MÉTODO DA PESQUISA**

As empresas selecionadas na presente pesquisa são as companhias abertas, listadas na BM&FBovespa de acordo com a relação da CVM. A importância de utilizar as companhias de capital aberto está na obrigatoriedade de evidenciar essas informações impostas pela entidade reguladora das companhias, sendo essas informações disponíveis ao público em geral.

A Instrução CVM de 07 de dezembro de 2009 tornou obrigatória à publicação das informações referentes à remuneração dos executivos das companhias de capital aberto, sendo que pesquisa partiu desse pressuposto e selecionou o período de três anos que abrange os anos de 2011 a 2013, todos após a publicação da instrução normativa. A importância da escolha desse período é por ser o mais atual do que nas pesquisas anteriores que tiveram como base de dados às companhias de capital aberto, também na forma de divulgação dessas empresas após a obrigatoriedade da publicação dessas informações.

A base de dados da remuneração é o site da CVM, órgão regulador das companhias de capital aberto, na parte do acesso rápido, no link Dados Cadastrais Básicos, em seguida Arquivos para Download, seguido pelo link Cias Abertas, foi baixado um arquivo em txt que contém todas as Sociedades Anônimas listadas na CVM. A partir desse arquivo, transformado em *Excel*, contendo 2102 empresas, apenas 611 encontram-se aptas para coleta, em situação operacional, o restante das empresas foram excluídas por estarem canceladas, paralisadas, suspensas, falidas ou em qualquer situação em juízo.

Das 611 empresas disponíveis, foi iniciada a coleta sobre remuneração, que consiste em acessar a empresa no site da CVM. Ao verificar as empresas por esse sistema de coleta, foram excluídas da amostra 320 empresas por não conterem as informações necessárias para a análise dos dados, sendo estas: ausência do formulário, não obrigatoriedade de publicação das informações, não adotam política de remuneração e empresas de capital fechado. Por fim, o número de empresas contidas na amostra foi de 291, sendo estas aptas à coleta.

Após a seleção da amostra a coleta se inicia com a verificação dos formulários de referência que constam no site. Beuren, Silva e Mazzioni (2014) definem o Formulário de Referência como um documento periódico, de publicação obrigatória, de acordo com a Instrução CVM nº 480/09, que reúne informações relevantes para a compreensão e a avaliação de uma empresa, originadas de suas diferentes áreas internas.

A variável de desempenho financeiro terá como base de dados o site Comdinheiro. Esse site é um sistema integrado de informações financeiras utilizadas pelos maiores bancos e gestoras do Brasil, nele há as informações de desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto.

Foram utilizados indicadores de remuneração a partir das observações sobre as remunerações recebidas no formulário de referência 13.2 da CVM. Para testar a hipótese, foi utilizada a análise de regressão múltipla linear com as variáveis de remuneração como dependentes e as de desempenho financeiro e variáveis de controle como independentes. As variáveis de remuneração a serem utilizadas são a remuneração total (RT) remuneração média por executivo (RT\_N), Salários e Pró-labore (SPL), Participação nos Resultados (PR), Bônus (BN) e Remuneração baseada em Ações (RBA). A variável de desempenho utilizada foi o retorno sobre os ativos (ROA) e variáveis de controle foram liquidez geral (LG), composição do endividamento (CE) e total dos ativos (AT). O modelo de regressão empregado foi:

$$RT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA/ROE_{i,t} + \beta_2 LG_{i,t} + \beta_3 CE_{i,t} + \beta_4 AT_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Equação 1

Em que o RT significa todas as variáveis de remuneração empregadas, o ROA é o retorno sobre os ativos, o ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido, LG é o índice de liquidez geral, CE é a composição do endividamento, o AT é o total dos ativos e  $\mu$  representa o termo de erro.

O sistema utilizado para gerar os resultados a partir da coleta dos dados é o *Stata*. Os dados da regressão são demonstrados em painéis, com suas proporções e significâncias. Segundo Fávero (2013), os modelos de dados em painel possibilitam que o autor avalie a relação entre alguma variável de desempenho e diversas variáveis preditivas, permitindo que se elaborem inferências sobre as eventuais diferenças entre indivíduos e ao longo do tempo sobre a evolução daquilo que se pretende estudar.

Levando em consideração o conceito de dados em painel, serão utilizados 6 modelos no software *Stata*, sendo eles: POLS com Erros-Padrão Robustos Clusterizados, Modelo com Estimador *Between*, Efeitos Fixos, Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos Clusterizados, Efeitos Aleatórios e Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos Clusterizados, sendo esses modelos apresentados no estudo de Fávero (2013) e gerados pelo programa *Stata*.

Os dados são apresentados sem agrupamentos, com agrupamentos por segmentos e com agrupamentos por empresas, sendo que as relações podem ser analisadas de forma separada para cada contexto.

As variáveis utilizadas na pesquisa procuram evidenciar ao máximo a relação da hipótese, através de construção de índices de remuneração e analisa-las com os indicadores de desempenho selecionados pela pesquisa.

As informações de remuneração se referem aos pagamentos recebidos pelos diretores, vice-presidentes e presidentes, os quais nesse trabalho denominam-se de “executivos”. Os formulários de referência da CVM onde constam as informações a título de remuneração constam os diretores, administradores, comitê fiscal, comitê de auditoria entre outros. Sendo assim, a coleta de dados foi feita apenas na diretoria, que denota maior número frequente de

remunerações variadas, sendo evidenciada dessa maneira, um plano de remuneração voltada apenas a diretoria, os quais nessa pesquisa se denominam executivos.

Ao se iniciar a coleta dos dados, foi elaborado um formulário de remunerações contendo todas as formas de remuneração encontradas nos formulários de referência publicados pelas companhias em estudo. As remunerações foram organizadas conforme o modelo proposto por Krauter (2009), porém segregados para um melhor entendimento dos tipos de remuneração aos executivos de companhias de capital aberto, sendo esse o diferencial das pesquisas anteriores que não se preocuparam em segregar as remunerações pelo seu tipo. O formulário elaborado é composto por: remuneração financeira e remuneração não financeira, sendo a financeira, remuneração direta, remuneração indireta e remuneração à longo prazo, sendo remuneração direta, remuneração fixa e remuneração variável. A remuneração fixa compreende: salário e pró-labore, remuneração por participações em comitês, honorário fixo, ajuda de custo, verbas de representação, anuênio, honorários especiais, gratificação natalina, licença remunerada, abono extraordinário e benefícios diretos.

A remuneração variável se apresenta através de: bônus/desempenho, participação dos resultados da companhia, remuneração por participação em reuniões, comissões, gratificações, MBO, total em dinheiro alvo, remuneração direta alvo, bônus desligamento, remuneração variável investida, participação resultados executivos, bônus retenção e bônus contratação.

A remuneração indireta compreende benefícios pós-emprego, que podem ser previdência privada, remuneração compensatória, assistência medico/odonto, cessação de benefício cargo e pós-emprego.

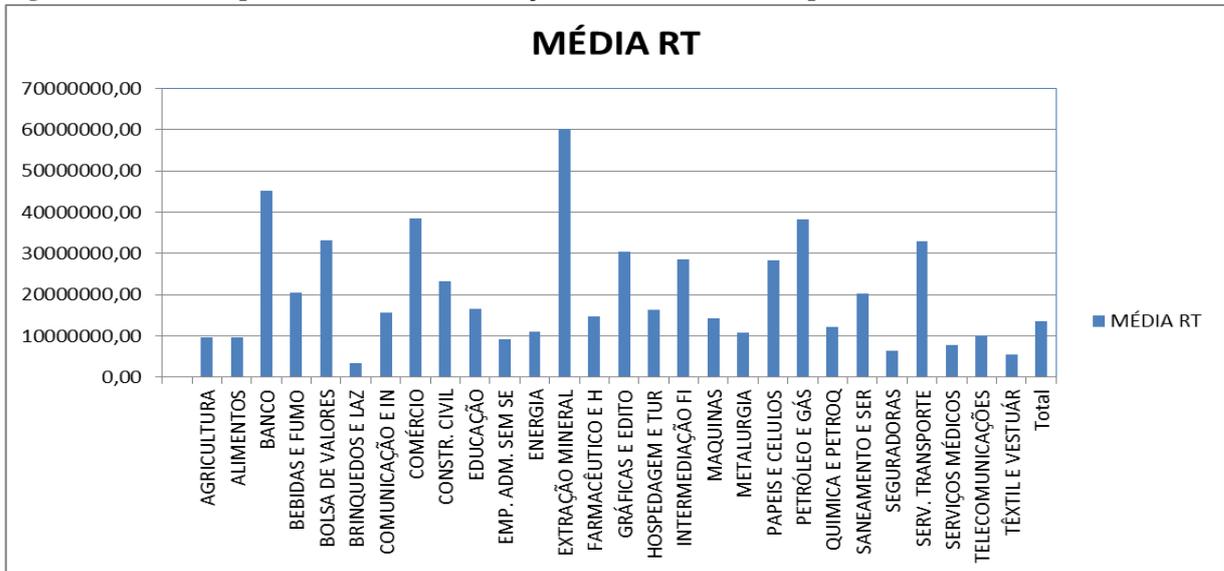
As remunerações de longo prazo encontradas nos formulários são: *stock options*, *matching shares*, *phantom options*, ações restritas, incentivos de longo prazo, *phantom shares* e *performance stock units*.

Por fim, as remunerações financeiras contidas no formulário apresentam-se no mesmo modelo de Krauter (2009), composto por índice de desenvolvimento e índice de carreira, porém, em nenhum formulário de referência da CVM foi encontrado alguma remuneração não financeira.

#### **4 ANÁLISE DESCRITIVA DOS VALORES RECEBIDOS**

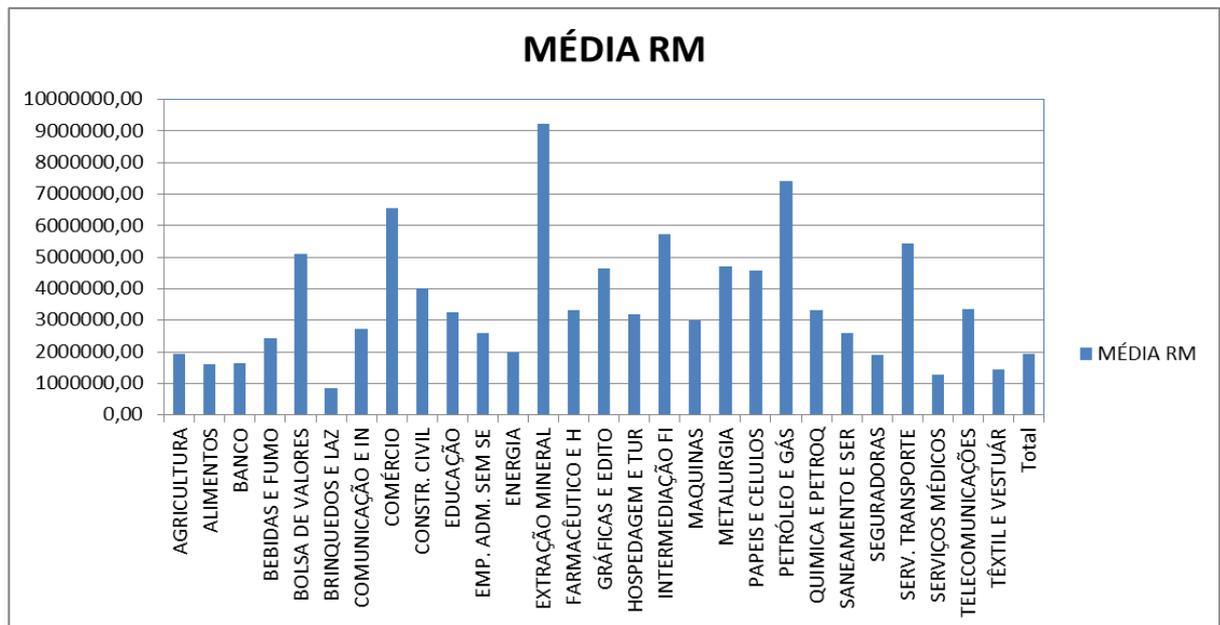
Foram encontrados 28 setores para análises, sendo que as médias anuais foram descritas nas tabelas 9 e 10. A descrição dessas remunerações, onde a média no decorrer do período de 2011 a 2013 em análise são evidenciados nas figuras 01 e 02, onde a figura 01 evidencia a média recebida por segmento a título de remuneração total por segmento e total dos segmentos e a figura 02 evidencia a remuneração média recebida por executivo em cada segmento e a remuneração média de todos os segmentos por executivo.

**Figura 01 – Análise quantitativa da remuneração total no decorrer do período em análise.**



Fonte: Dados da Pesquisa.

**Figura 02 – Análise quantitativa da remuneração média por executivo no decorrer do período em análise.**



Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota-se através da análise da média das remunerações no período que o segmento que mais remunerou no período, tanto na remuneração total, quanto na remuneração média por executivo, foi o de Extração Mineral.

### 5 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Para verificar se há alguma associação da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro das companhias, foi utilizado ao coeficiente de correlação Pearson, que segundo Lira (2004) é um método usualmente utilizado para medir correlação entre duas

variáveis  $x$  e  $y$ , onde há uma variação de  $-1$  e  $+1$ , sendo que valores próximos de  $-1$  ou  $+1$  apresentam forte correlação.

O coeficiente de correlação de Pearson foi utilizado para verificar o nível de associação linear entre as variáveis de remuneração e desempenho, sendo que o nível de significância utilizado é de 1%. A tabela 02 evidencia os coeficientes utilizados em matriz com suas respectivas associações e significância:

**Tabela 02 – Matriz de Correlação de Pearson.**

	RT	LG	CE	ROE	ROA	AT	RT_N
RT	1						
LG	0,0334	1					
CE	0,0355	0,1182*	1				
ROE	0,0047	-0,0038	-0,0364	1			
ROA	0,0197	-0,0239	0,0059	0,7651*	1		
AT	0,6307*	-0,0102	0,0412	0,0042	-0,0051	1	
RT_N	0,2792*	0,0857*	0,0008	-0,013	-0,0161	0,0949*	1

RT = Remuneração Total; LG = Liquidez Geral; CE = Composição do Endividamento; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; ROA = Retorno sobre os Ativos; RT\_N = Remuneração Média por Executivo.

\* corresponde à significância estatística no nível de 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A matriz de correlação identificou apenas relação associativa significativa entre Remuneração Total com Ativos, Remuneração Total com Remuneração Média por Executivo, Remuneração Média por Executivo com Liquidez Geral e Remuneração Média por Executivo com Ativos. Através da análise de correlação não foi possível identificar uma associação significativa da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro, pois os índices utilizados como métricas de desempenho são os retornos sobre ativos e patrimônio líquido.

## 6 ANÁLISE DE REGRESSÃO MÚLTIPLA LINEAR

Após verificar a associação insignificante entre remuneração e desempenho, precisa-se verificar se a hipótese da pesquisa de relação positiva e significativa entre remuneração executiva e desempenho financeiro é verdadeira.

Os resultados são apresentados em painéis com 8 diferentes tipos de modelos, a fim de oferecer um melhor entendimento sobre os estimadores e uso.

Como já explicado anteriormente serão utilizados os modelos utilizados no estudo de Fávero (2013), com devidas alterações por agrupamentos de empresas e segmentos. O modelo POLS com Erros-Padrão Robustos Clusterizados se apresenta como POLS\_rob e POLS\_rob~g, o Modelo com Estimador *Between* se apresenta como BE, os Efeitos Fixos se apresentam como FE, os Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos Clusterizados se apresentam como FE\_rob, os Efeitos Aleatórios se apresentam como RE e os Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos Clusterizados se apresentam como RE\_rob e RE\_rob\_seg.

Para a Remuneração Total foram encontradas 696 observações, para Salários e Pró-Labore foram encontradas 692, para Participação nos Resultados foram encontradas 308 observações, para Bônus foram encontradas 345 observações e para Remuneração Baseada em Ações foram encontradas 259 observações para os períodos em análise.

A tabela 03 mostra que os resultados, por sua maioria, apontaram para uma relação positiva e significativa entre as remunerações dos executivos e o desempenho financeiro através do ROA e ROE. Para um melhor entendimento segue a tabela 03 com um resumo dos resultados encontrados com suas devidas proporções de significância:

**Tabela 03 – Resumo dos resultados das relações entre as variáveis.**

Relações entre variáveis	Modelos em Painel de Regressão Múltipla Linear							
	POLS_rob	POLS_rob~g	BE	FE	FE_rob	RE	RE_rob	RE_rob_seg
RT e ROA	-	-	-	-	-	-	-	-
RT e ROE	-	-	-	-	-	-	-	(+)#
RT_N e ROA	-	-	-	-	-	-	-	-
RT_N e ROE	-	-	-	-	-	-	-	-
SPL Total e ROA	-	-	-	-	(+)**	-	(+)#	(+)#
SPL Total e ROE	(-)**	(-)*	-	-	(+)*	-	(+)*	(+)*
SPL Médio e ROA	-	-	-	-	-	-	-	-
SPL Médio e ROE	-	-	-	-	-	-	-	-
PR Total e ROA	-	(+)#	-	-	-	-	-	-
PR Total e ROE	-	-	-	-	-	-	-	-
PR Média e ROA	(+)#	(+)**	(+)#	-	-	-	-	-
PR Média e ROE	-	-	-	-	-	-	-	-
BN Total e ROA	-	-	-	-	-	-	-	-
BN Total e ROE	-	-	-	-	(-)*	-	-	-
BN Médio e ROA	-	-	(+)*	-	-	(+)**	-	-
BN Médio e ROE	-	-	(+)*	-	(-)**	(+)#	-	-
RBA Total e ROA	-	-	-	-	-	-	-	-
RBA Total e ROE	-	-	-	-	-	-	-	-
RBA Média e ROA	-	-	(-)**	-	-	-	-	-
RBA Média e ROE	-	-	(-)#	-	-	-	-	-

RT = Remuneração Total; ROA = Retorno sobre os Ativos; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; RT\_N = Remuneração Média; SPL = Salários e Pró-Labore; PR = Participação nos Resultados; BN = Bônus; RBA = Remuneração Baseada em Ações.

\*, \*\* e # correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. (+) indica relação positiva entre as variáveis; (-) indica relação negativa entre as variáveis.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A tabela 03 identifica que há relação positiva e significativa entre RT e ROE, SPL Total e ROA, PR Total e ROA, PR Média e ROA e BN Médio e ROA em pelo menos um dos modelos de regressão. Há resultados positivos e negativos para SPL Total e ROE e BN Médio e ROE. Para BN Total e ROE, RBA Médio e ROA e RBA Médio e ROE, houve apenas resultados negativos. As demais relações não encontraram grau de significância de 1%, 5% e 10%, por isso não foram evidenciados seus resultados no presente estudo. Dos 8 modelos utilizados apenas o FE não apresentou nenhum um resultado.

## **6 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS.**

O presente estudo verificou qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas do Brasil. A pesquisa compreendeu uma amostra de 291 empresas em 2013, 290 empresas em 2012 e 288 empresas em 2011. Os dados foram extraídos dos Formulários de Referência de cada companhia em cada exercício disponíveis no site da CVM. A pesquisa tem como proposta testar a hipótese de que há uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas do Brasil, tendo como base principal a Teoria da Agência que compreende também a utilização do sistema de remuneração dos executivos para alinhar os interesses do agente com os do acionista.

Os resultados da pesquisa apontam que há relação positiva e significante entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias brasileiras de capital aberto, em específico, as remunerações que apontaram maior significância com desempenho foram a Remuneração Total, Salários e Pró-Labore, Participação nos Resultados e Bônus. Os resultados estão de acordo com as pesquisas de Beuren, Mazzioni, & Silva, 2014; Camargos & Helal, 2007; Krauter, 2013, que identificaram uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e desempenho financeiro das companhias brasileiras. Os achados da pesquisa não estão de acordo com as pesquisas de Costa, Teixeira & Galdi, 2013; Silva & Chien, 2013 que não encontraram relação significante. Esse resultado se explica pelo uso de apenas uma medida de remuneração por Costa, Teixeira e Galdi (2013), os quais assumiram variável *dummy* para a remuneração e o uso de apenas remuneração total e média para Silva e Chien (2013). A Remuneração Baseada em Ações apresentou efeito negativo com significância de 5% e 10%, esse resultado esta de acordo com a pesquisa de Nascimento, Franco e Cherobin, (2012) que utilizou variável *dummy* como medida de remuneração variável, porém esse resultado alcançado na pesquisa está de acordo apenas com o setor de energia elétrica.

A descrição da política de remuneração encontrou todas as formas de remuneração a partir da análise dos formulários de referência da CVM, o que encontrou varias formas de remuneração fixa, variável e por ações, o objetivo de descrever o plano de remuneração das companhias foi alcançado através dessa evidenciação.

O objetivo de evidenciar os valores recebidos a título de remuneração executiva foi alcançado pelo detalhamento dos valores pagos pelas companhias de capital aberto, o que identificou que o setor de Extração Mineral é o que tem maior remuneração executiva total e individual.

O estudo se limita em não ter utilizado indicadores de mercado para análises em regressão múltipla e em não fazer comparativo da relação da remuneração quantitativa com a qualitativa descrita nos formulários de referência para identificar se a maior influência no desempenho é o valor ou a qualidade da remuneração. Para pesquisas futuras é viável utilizar mais indicadores de desempenho além do ROA e ROE, utilizar indicadores de mercado, fazer



São Paulo, 29 a 31 de Julho de 2015

## **Contabilidade e Controladoria no Século XXI**

o comparativo da remuneração quantitativa com a qualitativa e verificar os determinantes da remuneração para melhor entendimento.

## REFERÊNCIAS

- Andrade, G. A. R. de. (2006) Teoria da Agência e Estrutura de Governança Corporativa em Fundos de Pensão: Uma Análise Normativa. *III SEGET*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil p.1-10.
- Beuren, I. M., Mazzioni, S., & Silva, M. Z. da. (2014) Remuneração dos Executivos Versus Desempenho das Empresas. *R. Adm. Faces Journal*, 13(2), 8-25.
- Bezerra, F. A. et al. (2012) Remuneração Variável dos Gestores e o Conservadorismo Contábil. In: *Associação Nacional Dos Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis (Anpcont)*, Florianópolis, SC, Brasil, 6.
- Instrução Normativa nº 480, de 07 de janeiro de 2009 (2009). Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Recuperado em 22 outubro, 2013, de <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>
- Camargos, M. A., & Helal, D. H. (2007). Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. *Encontro Anpad*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 31.
- Chiavenato, I. (2002). *Gerenciando pessoas: como transformar os gerentes em gestores de pessoas*. (4. ed.) São Paulo: Prentice Hall.
- Chiavenato, I. (2004). *Recursos Humanos: O Capital Humano Das Organizações*. (8. ed.) São Paulo: Atlas.
- Costa, M. O., Teixeira, A. J. C., & Galdi, F. C. (2013). Associação Entre a Remuneração Oferecida aos Gestores e o Desempenho Econômico das Empresas da América Latina. *Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (Enanpad)*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em Painel em Contabilidade e Finanças: Teoria e Aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156.
- Fochesatto, S. A. (2002). *Os Planos de Incentivos e Recompensas como Fatores de Motivação: Estudo de Caso nas duas Maiores Empresas do Ramo Metal-Mecânico de Caxias do Sul*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Hipólito, J. A. M. (2002). Sistema de recompensas: uma abordagem atual. In Fleury, M. T. (coord.). *As pessoas na organização*. (2. ed. 305 p.) São Paulo: Editora Gente.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 87-125.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 259-273.
- Lira, S.A. (2004). *Análise de Correlação: Abordagem Teórica e de Construção dos Coeficientes com Aplicações*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2013). Política de Remuneração de Executivos: Um Estudo em Empresas Industriais Brasileiras, Estadunidenses e Inglesas, *VI Encontro de Estudos em Estratégia*. Bento Gonçalves, RS, Brasil, 19 - 21.
- Marcon, R., & Godo, C. K. (2004). Desempenho Financeiro das Empresas e Remuneração por Stock Options: Um Estudo Multisetorial. *Faces R. Adm*, 3(1), 59-76.
- Moreira, R. J. (2011). Compensação de Executivos Stock Options: O caso particular da compensação dos altos executivos. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, Portugal.

- Nascimento, C., Franco, L. M. G., & Cherobim, A. P. M. S. (2012). Associação Entre Remuneração Variável e Indicadores Financeiros: Evidências do Setor Elétrico. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 22-36.
- Oliva, E. C., & Albuquerque, L. G. (2007). Sistema de Remuneração de Executivos e Conselheiros como Suporte à Estrutura de Governança Corporativa. *Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 61-73.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013) Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. *Rev. Bras. Finanças*, 11(4), 481-502.
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1).
- Souza, F. C., & Borba, J. A. (2007). Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Contabilidade Vista & Revista*, 18(2), 35-48.
- Srour, R. H. (1998). *Poder, Cultura e Ética nas Organizações*. (1a ed.) Rio de Janeiro: Campus.
- Sunder, S. (2014). *Teoria da Contabilidade e do Controle*. (1a ed.) São Paulo: Atlas.
- Vassoler, A.P.R. (2011). *Relação Entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucepe, Vitória, ES, Brasil.