

Análise da relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto

Marcia Zanievicz Silva (FURB) - marciaza@gmail.com

Sady Mazzioni (FURB) - sady@unochapeco.edu.br

Ilse Maria Beuren (FURB) - ilse@furb.br

Resumo:

Os planos de remuneração de executivos pressupõem que, se configurados adequadamente, sejam capazes de atrair, manter e motivar os gestores a maximizarem o valor para o acionista, minimizando os conflitos de interesses. No entanto, pesquisas empíricas à luz da teoria da agência colocam em dúvida tal pressuposto. Assim, esta pesquisa objetiva analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa descritiva e de natureza quantitativa consubstancia-se de uma amostra de 219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras, com dados do período de 2009 a 2011, perfazendo um total de 657 observações. Os dados sobre tais remunerações foram coletados nos Relatórios de Referência, de divulgação obrigatória a partir da Instrução CVM nº 480/09. Os resultados mostram que a remuneração dos executivos é positiva e significativamente correlacionada com o tamanho da empresa e com os indicadores de mercado. No entanto, contrariando as expectativas, os testes estatísticos aplicados não evidenciaram correlação entre a remuneração dos executivos e os indicadores de desempenho financeiros. Conclui-se que há relação positiva entre tamanho da empresa e remuneração dos gestores, e que a remuneração dos executivos está associada apenas ao desempenho de mercado das empresas pesquisadas.

Palavras-chave: *Remuneração de executivos. Desempenho. Tamanho das empresas. Indicadores de mercado. Indicadores financeiros.*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Análise da relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto

RESUMO

Os planos de remuneração de executivos pressupõem que, se configurados adequadamente, sejam capazes de atrair, manter e motivar os gestores a maximizarem o valor para o acionista, minimizando os conflitos de interesses. No entanto, pesquisas empíricas à luz da teoria da agência colocam em dúvida tal pressuposto. Assim, esta pesquisa objetiva analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa descritiva e de natureza quantitativa consubstancia-se de uma amostra de 219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras, com dados do período de 2009 a 2011, perfazendo um total de 657 observações. Os dados sobre tais remunerações foram coletados nos Relatórios de Referência, de divulgação obrigatória a partir da Instrução CVM nº 480/09. Os resultados mostram que a remuneração dos executivos é positiva e significativamente correlacionada com o tamanho da empresa e com os indicadores de mercado. No entanto, contrariando as expectativas, os testes estatísticos aplicados não evidenciaram correlação entre a remuneração dos executivos e os indicadores de desempenho financeiros. Conclui-se que há relação positiva entre tamanho da empresa e remuneração dos gestores, e que a remuneração dos executivos está associada apenas ao desempenho de mercado das empresas pesquisadas.

Palavras-chave: Remuneração de executivos. Desempenho. Tamanho das empresas. Indicadores de mercado. Indicadores financeiros.

Área temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

1 Introdução

De acordo com Murphy (1998), a história moderna relacionada à remuneração dos executivos teve início em 1980 em paralelo à aceitação da teoria da agência, segundo a qual, a segregação da propriedade e do controle da empresa relaciona-se com o problema de agência sugerido por Berle e Means, no ano de 1932. A separação da propriedade (principal) do controle (agente) gera um poder discricionário aos controladores (gestores), poder este que pode ser utilizado para o favorecimento de interesses do agente em detrimento do estabelecido pelo principal (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; FERRARINI; MOLONEY, 2005).

O conflito de interesses entre principal e agente pode ser minimizado a partir de uma relação contratual, por meio da qual o principal proporciona ao agente incentivos adequados para que este faça escolhas que maximizem o bem daquele. A remuneração por meio de ganhos variáveis é vista como uma das formas de se estabelecer simetria de interesses entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976).

No entanto, a política de remuneração dos executivos pode igualmente gerar disfunções. Um exemplo apontado por Jensen, Murphy e Wruck (2004) é que quando o salário do gestor é positivamente correlacionado com o tamanho da empresa, o sistema de remuneração pode estimular os executivos a aumentar o tamanho da empresa, mesmo que isso gere destruição de valor para o principal. Tal fato ocorre porque os problemas de agência são especialmente prevalentes nas decisões que são pessoalmente caras para os executivos, tais

como: decisões sobre demissões, compra e venda de divisões, aquisição de benefícios para executivos, remodelação de sedes da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Na concepção de Nascimento, Reginato e Lerner (2009), o desempenho das organizações não está restrito a fatores relacionados à economia mundial, aos consumidores ou ao mercado. O desempenho organizacional é impactado pela forma como os executivos administram o negócio. O desempenho das operações e de seus membros está relacionado com a motivação de todos ao executarem suas atividades.

Em razão do exposto, no contexto das empresas brasileiras de capital aberto, o estudo busca responder a seguinte questão de pesquisa: Em que medida as variáveis de desempenho organizacional estão relacionadas com o valor pago a título de remuneração dos executivos? Com base na questão problema, o estudo objetiva analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

Pesquisas nacionais que correlacionam remuneração dos executivos e desempenho da empresa são escassas e seus resultados controversos, conforme pode ser observado em Funchal e Terra (2006), Camargos, Helal e Boas (2007), Krauster (2009), Nascimento, Franco e Cherobim (2012). Uma possível explicação pode estar vinculada ao baixo grau de evidenciação, por parte das empresas, dos valores efetivamente pagos aos seus executivos a título de remuneração variável. Porém, a partir de 2010, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução nº 480/09, determinou que as empresas de capital aberto divulguem no Relatório de Referência os valores pagos a título de remuneração para a administração e os conselhos.

A motivação para o estudo decorre de resultados controversos encontrados em pesquisas realizadas em empresas brasileiras. Em vista da disponibilização compulsória pelas empresas de dados relativos aos valores pagos a título de remuneração para executivos e conselheiros, desde 2009, espera-se que estudo possa contribuir com a literatura sobre o tema. Por conseguinte, a análise dos dados possui maior amplitude, comparativamente aos dos estudos anteriores, fato que contribui para melhorar a qualidade das variáveis de medidas adotadas na análise dos dados.

2 Referencial teórico

As ações gerenciais não são perfeitamente observáveis pelos acionistas, assim como, nem sempre é possível saber se tais ações estão direcionadas à maximização da riqueza dos acionistas. A segregação de propriedade e controle potencializa a ocorrência de conflitos de interesse, denominados de conflitos de agência. Neste caso, o proprietário (principal) delega ao gestor (agente) o poder de decisão sobre sua propriedade, no entanto, o agente tende a agir em benefício próprio ao invés de tomar decisões em favor dos interesses do principal.

Nestas situações, a teoria da agência prevê que a política de remuneração deve fornecer ao gestor (agente) incentivo para selecionar e implementar ações em favor do proprietário (principal). Logo, a política de remuneração é utilizada para alinhar a utilidade esperada do agente com o objetivo do principal (JENSEN; MURPHY, 1990; TSAI, YAMAMOTO, 2005).

Em síntese, a teoria da agência preconiza que a assimetria de informação entre principal e agente, favorece o comportamento oportunista, em que o agente (gestores) tende a maximizar seus interesses em detrimento aos do principal (acionistas). Uma forma de redução do conflito de interesses é por meio de sistemas de remuneração estratégicos que favoreçam o alinhamento entre tais interesses.

2.1 Remuneração dos Executivos

Os modelos de remuneração tradicionais do trabalho tornaram-se anacrônicos com os novos paradigmas organizacionais (WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004). Neste sentido, a remuneração deve ser estratégica e necessita considerar o contexto organizacional, a estrutura, o estilo gerencial, a visão do futuro. A remuneração estratégica deve ser concebida como uma forma de canalizar energias para o contexto dos interesses dos proprietários, auxiliando-os no alinhamento desses interesses e atuando como uma alavanca de resultados.

A remuneração concebida com uma função estratégica de alinhamento de interesses entre principal e agente tende a ser segregada em: i) remuneração fixa; ii) remuneração variável de curto prazo; iii) remuneração variável de longo prazo. No Quadro 1 descrevem-se os componentes de remuneração presentes em cada um destes grupos.

Remuneração Fixa	Remuneração: Variáveis de curto prazo	Remuneração: Variáveis de longo prazo
<u>Diretos:</u> Salário base; Contribuições sociais; Gratificações anuais; Décimo terceiro salário; Férias; <u>Indiretos:</u> Assistência médica; Aluguéis; Auxílio alimentação; Carro, etc. <i>Skill-based-Pay</i> : remunera os indivíduos com base nas habilidades ou conhecimentos que possuam (podem ser de longo prazo também).	<u>Relativos ao desempenho:</u> <i>Gain Sharing</i> : remunera em função da redução de custos, produtividade; <i>Profit Sharing</i> : são os lucros distribuídos em um determinado período; <i>Pay-for-Performance</i> : vincula-se ao alcance de metas/resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em dinheiro recebidos geralmente ao final de um ano.	<u>Relativos ao desempenho:</u> <i>Stock Options</i> : são incentivos de longo prazo que possibilitam aos empregados a aquisição de ações com preço subsidiado; <i>Benefícios de remuneração em ação</i> : pode diferenciar-se por proporcionar pagamento futuro vinculado ao valor de mercado das ações da Entidade. <u>Pós-emprego:</u> Demissões: acordos formais e informais comprometidos pela entidade ao empregado após a extinção do vínculo de serviço; Planos de aposentadoria complementar; Pensões; Seguros de vida, etc.

Fonte: adaptado de Oliva e Albuquerque (2007); CVM (2000).

Quadro 1 – Detalhamento dos tipos de remuneração

O conjunto de tipos de remuneração descrito no Quadro 1 não é imutável e varia conforme a empresa e até mesmo o país, uma vez que há heterogeneidade nas práticas de remuneração entre empresas. No modelo norte americano, por exemplo, a remuneração dos executivos possui quatro componentes básicos: salário-base, bônus anual vinculado ao desempenho financeiro (contábil), planos de incentivos e *stock options*. Esta última modalidade tem se ampliado, evoluindo de 22% do total da remuneração dos executivos no ano de 1992 para 47%, deste total, no ano de 2002 (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

No Brasil, conforme Nunes e Marques (2005), os primeiros registros de adoção de planos de incentivos baseados em opções de ações datam de 1970 e foram realizados por empresas americanas instaladas no país. Posteriormente, estudos como os de Kimura, Basso e Wakamatso (2006) e Toledo Filho, Silva e Santos (2009) indicaram que tais planos eram incipientes. Porém, comparando-se o volume de empresas contidas em cada uma das referidas pesquisas, é possível evidenciar a ocorrência de um lento, mas gradativo crescimento.

2.2 Remuneração dos executivos e desempenho organizacional

Para Watts e Zimmerman (1986), a necessidade de incentivos variáveis surge quando o principal não consegue monitorar o agente. Porém, tais políticas acabaram por criar arranjos

institucionais, geralmente por meio de contratos, que suscitam monitoramento. Os autores relatam que os contratos só são passíveis de reduzir o custo de agência se as partes conseguirem determinar se eles foram rompidos, o que gera uma demanda por contratos de vigilância que atribuem à contabilidade importante papel, tanto em termos de monitoramento quando na definição de encargos.

A demanda por dados contábeis serve, por exemplo, para estabelecer contratos de remuneração cujas formas de cálculo são baseadas no lucro, no volume de vendas, na margem de contribuição, em redução de custos, gastos por centro de responsabilidade, dentre outros. Watts e Zimmerman (1986) observam que o uso da contabilidade para monitorar o desempenho de administradores é frequente em textos de contabilidade gerencial. Textos de auditoria descrevem o uso de controles internos e contábeis para restringir a atuação dos gestores ou a capacidade dos funcionários desviarem recursos, e a auditoria externa oferece garantias aos agentes de que não há violação das práticas contábeis geralmente aceitas e violação dos contratos estabelecidos.

A teoria da agência possui três pressupostos comportamentais subjacentes: i) principal e agente são racionais; ii) o agente é auto-interessado; iii) existência de diferentes níveis de aversão ao risco (JENSEN; MECKLING, 1976; LEVINTHAL, 1988; BAIMAA 1990). O interesse do agente racional e autointeressado cria o potencial de risco moral, em que os agentes podem agir de forma a maximizar os seus resultados em detrimento aos objetivos do principal (EISENHARDT, 1989; BAIMAN, 1990; NIIAKANT; RAO, 1994).

O alinhamento de interesses dá-se por meio de sistemas de monitoramento (o principal observa e limita as ações do agente) e compensação (um contrato de remuneração atrelado ao resultado). Assim, contratos de remuneração ótimos devem alinhar os interesses do agente com os do principal. No entanto, as evidências de uma relação positiva entre desempenho e remuneração dos executivos são controversas em pesquisas realizadas em empresas brasileiras. Estes resultados remetem a uma nova investigação, agora com a divulgação obrigatória da remuneração dos executivos. Nesta perspectiva elaborou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1 – A remuneração dos executivos está positivamente associada ao desempenho das empresas.

A evidência de uma relação positiva entre remuneração dos executivos e o desempenho das empresas, medido por meio de indicadores financeiros e de mercado, pode indicar a ocorrência de alinhamento de interesses entre as partes interessadas e sinalizar que os contratos de remuneração adotados são adequados e, por conseguinte, resultam em minimização da ocorrência de risco moral.

Especificamente no que se refere à remuneração baseada em bonificação, de acordo com Murphy (1998), o entendimento dos bônus baseados em medidas financeiras (contábeis) e em opções de ações está longe de ser completamente compreendido.

No Brasil, Nascimento et al. (2011) investigaram a existência de desempenho superior nas empresas que concedem remuneração baseada em ações, comparativamente as que não concedem. Os autores não constatarem diferenças estatisticamente significativas que permitissem validar tal suposição, embora a amostra contivesse em média 260 empresas e o período de análise tenha sido de três anos (2007 até 2009). Porém, a variável remuneração foi qualitativa e a amostra da pesquisa compreendia todos os empregados.

Assim, especificamente em relação à existência de simetria entre remuneração baseada em ações para os executivos e o desempenho da empresa, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H2 – Empresas que remuneraram seus executivos por meio de opções de ações apresentam maior desempenho, comparativamente as que não remuneram nesta modalidade.

Uma sinalização positiva entre a remuneração dos executivos por meio de um sistema de opção de ações e o desempenho das empresas pode indicar um alinhamento de interesses entre as partes e uma consequente redução de comportamento oportunista, em favor da maximização dos resultados pretendida pelo principal.

2.3 Tamanho da empresa e remuneração dos executivos

Pesquisas como as de Jensen (1994), Markides (1995), Conyon e Murphy (2000), Tons e Writhg (2002), Gadad e Thomas (2004), observam que a remuneração dos executivos é diretamente proporcional ao tamanho da empresa. Por outro lado, enfatizam que a partir de 1980 há estudos que sugerem que a alienação de empresas para um desinvestimento é mais positiva para o acionista.

Haynes, Thompson e Wright (2007) relatam que a questão do tamanho da empresa faz parte de um tema mais amplo: Se a literatura empírica enfatiza que a alienação de empresas e a consequente redução da diversificação é positiva para o acionista, quais as razões que levam as empresas a manterem ampla diversificação?

Em outras palavras, o sistema de remuneração premia os executivos do alto escalão ao aumentarem o tamanho da empresa, embora isso possa estar destruindo o seu valor (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; HAYNES; THOMPSON; WRIGHT, 2007). Estudos anteriores em diversos países, como os de Cosh (1975) no Reino Unido, Brunello, Graziano, Parigi (2001) na Itália, Merhebi et al. (2006) na Austrália, Funchal (2005) e Silva (2010) no Brasil, Shiwakoti (2012) na Austrália, encontraram relação positiva entre o tamanho da empresa e a remuneração dos executivos. Fato que espera-se seja confirmado no presente estudo, para tanto, testa-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H3 – A remuneração dos executivos (fixa e variável) é positivamente relacionada ao tamanho da empresa.

Pesquisas anteriores encontraram relação positiva entre remuneração dos executivos e o desempenho das empresas (FUNCHAL, 2005; SILVA, 2010). Estima-se no presente estudo que tal relação permaneça positiva e significativamente relacionada, visto que o volume de recursos destinados à remuneração dos agentes deve estar relacionado a capacidade de pagamento do principal. Na sequência são detalhados os estudos anteriores sobre o tema, já citados neste estudo, com vistas a consubstanciar os resultados desta pesquisa.

2.4 Estudos anteriores

No mundo, segundo Murphy (1998) as primeiras pesquisas dedicadas ao tema remuneração dos executivos datam de 1950, sendo escassas até 1985. Dentre as poucas desenvolvidas até então, o autor destaca as de Roberts (1956), Baumol (1959), Lewellen e Huntsman (1970), as quais, em sua maioria, estavam relacionadas ao tamanho da empresa ou aos lucros. Os primeiros estudos citados por Murphy (1998), que correlacionaram salário do executivo e desempenho da empresa são os de Coughlan e Schmid (1985), Murphy (1985; 1986), Abowd (1990), Jensen e Murphy (1990) e Leonard (1990), sucedidos posteriormente por diversas outras pesquisas.

Uma das justificativas encontradas no cenário internacional para a ampliação de pesquisas focalizadas na remuneração dos administradores está relacionada com os escândalos corporativos ligados à perda de valor da empresa, em detrimento de ganhos abusivos dos administradores, verificados em empresas como a General Electric, New York Stock Exchange, Enron e WorldCom (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004; FERRARINI; MOLONEY, 2005). Em estudos publicados no Brasil sobre o tema, é possível verificar pelo menos três abordagens distintas: i) práticas de remuneração de executivos (KIMURA;

BASSO; WAKAMATSO, 2006; OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007; TOLEDO FILHO; SILVA; SANTOS, 2009); ii) níveis de evidenciação de informações sobre a remuneração (GALLON et al. 2005; DIAS; CUNHA; MÁRIO, 2009; SILVA, 2010; SILVA; BEUREN, 2010); iii) relação entre remuneração de executivos e desempenho empresarial (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; KRAUSTER, 2009; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIM, 2012). Esta última abordagem é o foco do presente estudo

No Quadro 2, sintetizam-se os achados das pesquisas que relacionaram a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Autores	Objetivo	Amostra, período e variáveis	Principais resultados
Funchal e Terra (2006)	Examinar os determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa (GC).	Amostra: 67 empresas do Brasil, Chile, Argentina e México, que emitiram <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) nos Estados Unidos. Período de 1998 a 2002. Remuneração média total dos executivos e conselheiros. Indicadores de desempenho utilizados: Q de Tobin; Retorno sobre os ativos e Crescimento do valor de mercado da empresa.	Concluíram que o país, setor e tamanho da empresa são significativos para determinar a remuneração dos executivos e que as variáveis relativas ao desempenho e a GC das empresas não foram relevantes na explicação da remuneração dos executivos das empresas investigadas.
Camargos, Helal e Boas (2007)	Analisar a relação entre desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que têm ADRs listados em bolsas norte-americanas.	Amostra: 29 empresas. Ano: 2005. Remuneração média total dos executivos e conselheiros; Índice Valor de Mercado; Retorno Acionário; Lucro por Ação; Retorno sobre o Ativo; Retorno sobre PL; <i>Payout</i> .	O estudo encontrou uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.
Krauster (2009)	Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, no contexto do mercado brasileiro.	Amostra: 44 empresas industriais. Anos: 2006 e 2007. Diretores, Vice-presidente e Presidente. Crescimento nas vendas, Retorno sobre o PL, Margem líquida de vendas.	Conclui que não foi possível comprovar a existência de relação positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho das empresas.
Nascimento et al. (2011)	Verificar a existência de desempenho superior em empresas que concedem opções de ações como forma de remuneração quando comparado com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo.	Amostra média: 260 empresas. Período: 2007 a 2009. Plano de opção de ações para empregados em geral (variável <i>dummy</i>), Lucro por ação, Retorno sobre os ativos, Retorno sobre o PL, Retorno sobre as vendas.	Os autores concluíram que não houve um melhor desempenho das empresas que optaram pela concessão de opções de ações comparativamente àquelas que não ofertam tal opção.
Nascimento, Franco e Cherobim (2012)	Identificar se existe relação entre os índices contábeis financeiros e as práticas de remuneração variável nas empresas do setor de energia elétrica do Brasil	Amostra: 49 empresas listadas na BM&FBOVESPA. Ano: 2008. Empregados em geral. Variável <i>dummy</i> (remuneração variável ou não). Os índices contábeis financeiros utilizados foram: Margem líquida; Taxa de retorno sobre o ativo total; Retorno sobre o patrimônio líquido; e o Lucro disponível ao acionista.	As práticas de remuneração variável não influenciam, positivamente, os resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas do setor elétrico brasileiro.

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 2 - Objetivos, variáveis e principais resultados de estudos anteriores

No Quadro 2 é possível observar que os estudos que utilizaram dados quantitativos para a remuneração tinham uma amostra restrita a empresas com emissão de *ADRs*. Nota-se também que os estudos cuja amostra e o recorte longitudinal eram maiores, estes possuíam somente dados qualitativos relacionados a remuneração. Consta-se ainda que a maioria dos estudos concluiu não haver relação entre remuneração e desempenho das empresas.

3 Metodologia da pesquisa

O estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva de natureza quantitativa com fonte de dados documental. Os dados secundários foram coletados a partir da base de dados existente na Economática® – para as informações contábeis; e, dos sites eletrônicos da CVM e da BM&F BOVESPA – para as informações relativas à remuneração dos executivos, referentes ao triênio 2009, 2010 e 2011.

A população da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto com registro ativo na CVM em 31/12/2011, cujas informações estão disponíveis na base de dados Economática®, totalizando 351 empresas. A amostra, extraída desta população, constitui-se das empresas não financeiras que publicaram no site da CVM as informações do item 13 do Formulário de Referência, nos três anos investigados e que não possuíam informações atípicas (*outliers*), perfazendo um total de 219 empresas e de 657 observações.

Na Tabela 1 tem-se a classificação da amostra por segmento de mercado, a saber: comércio e transporte, indústria, serviços e mineração, com predominância dos setores de serviço e de comércio e transporte. Quanto ao tipo de remuneração, 22,7% das empresas analisadas remuneraram seus executivos somente por meio de remuneração fixa. Ainda, 26,3%, em média, declararam valores relativos ao pagamento de remuneração baseado em ações e, em torno de 74,3% das empresas adotaram outros tipos de remuneração variável.

Tabela 1 - Análise descritiva da amostra e característica do tipo de remuneração

		Participação percentual na amostra		
Setores	Indústria	11,7%		
	Comércio e transporte	40,5%		
	Serviços	45,5%		
	Mineração	2,3%		
Tipo de remuneração	Percentual ano 2009	Percentual ano 2010	Percentual ano 2011	
Apenas fixa	25%	20%	23%	
Baseada em ações	22%	31%	26%	
Variável	72%	76%	75%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o número de empresas que remuneraram seus executivos por meio de ações variou, nos três anos, com um maior volume em 2010, adicionando tais resultados aos de Nascimento et al. (2011) tem-se um período de observação de cinco anos, em que, não houve alterações significativas no volume de empresas que concedem este tipo de remuneração. Ao se comparar com os Estados Unidos tem-se uma diferença significativa, pois de acordo com Bryan, Hwang e Lilien (2000) esse tipo de remuneração ocorria em 72% das empresas investigadas.

Para responder a questão de pesquisa, ou seja, correlacionar “desempenho da empresa” e “remuneração dos administradores”, permitindo também comparar os resultados obtidos com os estudos anteriores, adotou-se um grupo de variáveis similar ao utilizado no estudo de Funchal e Terra (2006) e de Camargos, Helal e Boas (2007). Nestes, a variável dependente é a remuneração dos executivos; e como variável independente, adotaram-se dois grupos distintos: i) indicadores de desempenho financeiro (contábil): Retorno sobre o Ativo (ROA), Lucro por Ação e Dividendos por Ação (DPA); ii) indicadores de mercado: Retorno

Acionário (RA), Índice de Valor de Mercado (IVM) e Q de Tobin (QT).

No Quadro 3 descreve-se a sistemática de mensuração de cada um dos indicadores descritos, cuja fonte de coleta de dados foi a Economática®.

Variáveis independentes		Sistemática para mensuração
Indicadores contábeis	Retorno sobre ativos (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo total}}$
	Lucro por Ação (LPA)	$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações}}$
	Dividendo por Ação (DPA)	$DPA = \frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Número total de ações}}$
Indicadores de mercado	Retorno acionário (RA)	$RA_{it} = \frac{\text{Cotação da ação } (t - 1)}{\text{Cotação da ação } t}$
	Índice de valor de mercado (IVM)	$IVM = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor Contábil}}$
	Q de Tobin (QT)	$QT = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{dívidas}}{\text{Ativo total}}$
Variáveis dependentes		Sistemática para mensuração
Remuneração	Remuneração total (RT)	Remuneração fixa + Remuneração variável
	Remuneração variável (RV)	Remuneração variável total divulgada no Formulário de Referência
	Remuneração Fixa (RBA)	Remuneração fixa total divulgada no Formulário de Referência

Fonte: Adaptado de Funchal e Terra (2006); Camargos, Helal e Boas (2007).

Quadro 3 – Sistemática para o cálculo das variáveis

Para minimizar o efeito de grandeza nos salários entre as diferentes empresas contidas na amostra, optou-se por transformar o valor das remunerações em uma fração proporcional as receitas totais, em cada um dos anos analisados (remuneração total ÷ receita total). Tal procedimento é condizente com os estudos de Gregg, Jewell e Tonks (2011).

Para testar as hipóteses de pesquisas aplicou-se a estatística descritiva, teste de normalidade, correlação canônica, teste não paramétrico de Mann-Whitney e Correlação de Pearson. A correlação canônica, utilizada para testar a H1, pode ser entendida como uma extensão da regressão múltipla, com duas ou mais variáveis dependentes, porém se diferencia por permitir a avaliação das inter-relações entre dois conjuntos de variáveis lineares.

O princípio básico da correlação canônica é desenvolver uma combinação linear em cada um dos conjuntos de variáveis de forma a maximizar tais conjuntos, não havendo distinção entre as variáveis (FAVERO et al., 2009).

O teste de Mann-Whitney é um teste não paramétrico empregado para análise de duas amostras independentes a fim de verificar se advém de populações com médias iguais (FIELD, 2009). Já a correlação de Pearson, além de medir o grau de correlação entre duas variáveis informa sua direção (FIELD, 2009), ou seja, se a relação entre as variáveis é positiva ou negativa, favorecendo a análise da H3. Quanto à distribuição dos dados, medida por meio do teste Kolmogorov-Smirnov, ao nível de significância de 95%, a amostra caracteriza-se por uma distribuição não normal.

4 Análise dos resultados

A primeira hipótese visa testar a ocorrência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Para tanto, aplicaram-se a correlação canônica em três grupos de análise distintos que correlacionaram a remuneração com: i) desempenho contábil; ii) desempenho de mercado; iii) desempenho contábil e de mercado. Os cálculos

foram realizados com auxílio do *software Statgraphics®*. E os resultados estão sumarizados na Tabela 2.

Tabela 2 - Dados sumarizados relativos a correlação canônica

Grupo de indicadores	Número	Autovalor	Canônica Correlação	Wilks Lambda	Qui-quadrado	D.F.	P-Value
Contábil	1	0,0217688	0,147542	0,975786	5,18422	27	1,0000
Mercado	1	0,215174	0,463868	0,72512	67,9799	27	0,0000
Ambos	1	0,234767	0,484527	0,669574	83,0306	54	0,0068

Fonte: Dados da pesquisa.

Para os três anos analisados, de acordo com os dados sumarizados na Tabela 3, obtiveram-se resultados divergentes. Quando se analisa a remuneração e o desempenho, medido por meio de indicadores financeiros (ROA, LPA e DPA), os resultados revelam não haver correlação. Ao se adotar indicadores de mercado (RA, IVM e Q de Tobin), o teste indicou alta correlação com a remuneração, positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Ao se analisar todos os indicadores conjuntamente (financeiros, mercado e remuneração), tem-se que o indicador de correlação canônica apresenta discreta elevação (0,463868 para 0,484527), mantendo a significância estatística. Fato que permite validar parcialmente a hipótese H1, ou seja, a remuneração dos executivos é positivamente associada com o desempenho de mercado das empresas.

Estudos anteriores (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; KRAUSTER, 2009; NASCIMENTO et al., 2011; NASCIMENTO; FRANCO; CHEROBIM, 2012), ao correlacionarem a remuneração com o desempenho, não segregaram os indicadores de desempenho em de mercado e financeiros (contábeis), como feito no presente estudo, fato que pode ter causado a não ocorrência de correlação nos estudos. Exceto o de Camargos, Helal e Boas (2007), que apresentou resultado positivo. No entanto, a análise realizada não fornece subsídios para explicar a razão pela qual os indicadores de desempenho analisados de forma isolada não se correlacionam com o desempenho.

Na sequência das análises testa-se a H2, que visa investigar se as empresas que remuneraram seus executivos por meio de plano de ações obtiveram melhor desempenho do que as que não adotaram tal prática. A variável pagamento com base em ações foi operacionalizada por meio de uma variável *dummy*, em que zero representou não haver registro de valores pagos em nenhum dos três anos analisados e um para quando em pelo menos um dos anos analisados houve registro de valores pagos nesta modalidade de remuneração. Para a análise empregou-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney, cujos resultados estão sumarizados na Tabela 4.

Tabela 3 - Resultados sumarizados do teste de Mann-Whitney

Sig.	Indicadores contábeis								
	ROA11	ROA10	ROA09	LPA11	LPA10	LPA09	DPA11	DPA10	DPA09
	0,36	0,30	0,64	0,88	0,36	0,79	0,52	0,43	0,36
Sig.	Indicadores de mercado								
	RPA_11	RPA_10	RPA_09	IVM_11	IVM_10	IVM_09	Q T_11	Q T_10	Q T_09
	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Para mensurar o desempenho, conforme evidenciado na Tabela 3, os dados estão segregados em indicadores de desempenho financeiro (contábil) e de mercado. Se a H2 for analisada por meio dos indicadores de desempenho financeiro, nota-se que todos os níveis de significância observados foram superiores a 0,05, ou seja, para um intervalo de 95% de confiança, não há diferenças significativas entre o desempenho financeiro e a ocorrência ou

não de remuneração baseada em ações. No entanto, se a mesma análise for realizada com base nos indicadores de mercado, o nível de significância observado para todos os indicadores, em todos os períodos, é inferior a 0,05, logo, com um intervalo de 95% de confiança. Depreende-se que há diferença entre os grupos.

A terceira hipótese a ser testada visa verificar se a remuneração está positivamente relacionada com o tamanho da empresa, medido pelo total de ativos. Para tanto, aplica-se a correlação de Pearson, cujos resultados estão sumarizadas na Tabela 4.

Tabela 4 - Correlação entre a remuneração total e o Ativo total

		Rem09	Rem10	Rem11	At09	At10	At11
Rem09	Pearson Correlation	1					
	Sig. (2-tailed)						
	N	219					
Rem10	Pearson Correlation	0,661**	1				
	Sig. (2-tailed)	0,000					
	N	219	219				
Rem11	Pearson Correlation	0,421**	0,708**	1			
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000				
	N	219	219	219			
At09	Pearson Correlation	0,156*	0,367**	0,269**	1		
	Sig. (2-tailed)	0,021	0,000	0,000			
	N	219	219	219	219		
At10	Pearson Correlation	0,182**	0,441**	0,319**	0,788**	1	
	Sig. (2-tailed)	0,007	0,000	0,000	0,000		
	N	219	219	219	219	219	
At11	Pearson Correlation	0,153*	0,346**	0,253**	0,388**	0,498**	1
	Sig. (2-tailed)	0,024	0,000	0,000	0,000	0,000	
	N	219	219	219	219	219	219

**Correlação significativa a 1% (2-tailed)

*Correlação significativa a 5% (2-tailed)

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados descritos na Tabela 4, pode-se inferir que a remuneração está significativa e positivamente correlacionada com o tamanho das empresas (mensurado pelo valor dos ativos totais), nos três anos investigados, corroborando os resultados apresentados por Jensen (1994), Markides (1995), Tons e Writhg (2002), Gadad e Thomas (2004), Funchal e Terra (2006).

5 Considerações finais

O estudo objetivou analisar se a remuneração dos executivos está correlacionada com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa descritiva e de natureza quantitativa compreende uma amostra de 219 empresas brasileiras de capital aberto, exceto as financeiras, com dados do período de 2009 a 2011, perfazendo um total de 657 observações. Os dados sobre tais remunerações foram coletados nos Relatórios de Referência, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários.

Para sua operacionalização foram testadas três hipóteses de pesquisa. O estudo pautou-se na teoria da agência, que preconiza a utilização de sistemas de remuneração dos executivos para alinhar os interesses do agente com os do principal, razão pela qual, na primeira hipótese testou-se a ocorrência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Os achados indicam a ocorrência de alinhamento entre a remuneração e os indicadores de mercado fato não confirmado quando os indicadores eram financeiros.

Tais achados contrariam os resultados obtidos no estudo de Funchal e Terra (2006) que, pautado em indicadores de mercado, não identificaram correlação. Por outro lado,

confirma os resultados de Krauster (2009), Nascimento et al. (2011), Nascimento, Franco e Cherobin (2012), que não obtiveram evidências estatisticamente significativas para a relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro das empresas.

No que tange ao uso de remuneração baseada em opções de ações, segunda hipótese, o estudo demonstrou que o percentual de empresas que adotam esta modalidade de remuneração manteve-se relativamente estável, em torno de 30% do total. Verificou-se um alinhamento positivo entre a remuneração de opções por ações e o desempenho de mercado das empresas não financeiras. Porém, similarmente aos resultados obtidos na primeira hipótese, tal relação não é significativa quando se utilizam indicadores financeiros. Os resultados coadunam com os achados de Nascimento et al. (2011), que não encontraram correlação entre este tipo de remuneração e o desempenho financeiro das empresas.

Por fim, os resultados da terceira hipótese de pesquisa indicam consonância entre resultados anteriores no que tange a relação positiva entre remuneração de executivos e desempenho das empresas, mensurada com base no tamanho dos ativos e no total das receitas, nos períodos investigados. A relação positiva é suportada por estudos como os de Jensen (1994), Markides (1995), Conyon e Murphy (2000), Tons e Writhg (2002), Gadad e Thomas (2004), assim presume-se estar consolidada pela literatura.

Os achados da pesquisa são reveladores e, embora confirmem a ocorrência de relação entre remuneração dos executivos e desempenho de mercado das empresas pesquisadas, surpreende pela não ocorrência de relação com os indicadores financeiros. Tal dicotomia pode advir da ocorrência de contratos vinculados aos indicadores de mercado e não aos indicadores financeiros, a influência da remuneração baseada em ações, a harmonização das demonstrações contábeis, ou pelo modelo de análise estatística adotado.

Os resultados da pesquisa sinalizam para a necessidade de estudos posteriores com o intuito de confirmar, refutar ou explicar tais resultados. Recomenda-se incluir no modelo de análise variáveis que possam quantificar uma possível ocorrência de ação discricionária por parte dos agentes nos indicadores investigados, por exemplo, ocorrência de maior variação positiva na cotação das ações no período de fechamento das demonstrações financeiras.

REFERÊNCIAS

ABOWD, J. Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? **Industrial and Labor Relations Review**, v. 43, n. 3, p. 52-73, 1990.

BAIMAN, S. Agency research in managerial accounting: a second look. **Accounting, Organizations and Society**. v. 15, n. 4, p. 341-371, 1990.

BAUMOL, W. Business behavior, value and growth. New York. 1959.

BM&FBovespa. **Empresas listadas**. 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

BRYAN, S.; HWANG, L.; LILIEN, S. CEO Stock-Based compensation: an empirical analysis of incentive intensity, relative mix, and economic determinants. **The Journal of Business**, v. 73, n. 4, p. 661-693, Oct., 2000.

BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B. Executive compensation and firm performance in Italy, **International Journal of Industrial Organization**, v. 19, p. 133-161, 2001.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a

remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais...** São Paulo: Abepro, 2007. CD ROM.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação CVM nº 371**, de 13 de dezembro de 2000. Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli371.htm>>. Acesso em: 16 nov. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 16 nov. 2010.

CONYON, M.; MURPHY, D. K. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. **Economic Journal**. v. 110, p. 640-671, 2000.

COSH, A. The remuneration of chief executives in the United Kingdom. **Economic Journal**, v. 85, p. 75-94, 1975.

COUGHLAN, A.; SCHMIDT, R. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 43-66, 1985.

DIAS, W. J.; CUNHA, J. V. A.; MARIO, P. C. Plano de incentivo em opções de ações e a harmonização contábil: estudo do nível de disclosure das empresas brasileiras após o CPC 10. **Pensar Contábil**, v. 11, n. 46, p. 29-38, out/dez, 2009.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. F.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 14, n. 4, p. 522-550, 1989.

FERRARINI, G.; MOLONEY, N. Executive remuneration in the EU: the context for reform. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 21, n. 2, p. 304-323, 2005.

FIELD, A. **Descobrimos a estatística usando o SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FUNCHAL, J. A. **Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**. 2005. 175 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: EnANPAD, 30., 2006. Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2006. CD-ROM.

GADAD, A. M.; THOMAS, H. M. Do asset sales lead to improvements in operating performance? **Applied Economics**, v. 36, p. 865-871, 2004.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M.; FASSINA, P. H.; SABADIN, A. L. **Análise de conteúdo dos sistemas de remuneração variável de empregados nos relatórios da administração de companhias abertas**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. CD-ROM.

GREGG, P.; JEWELL, S.; TONKS, I. Executive pay and performance: did bankers' bonuses Cause the crisis? **International Review of Finance**, v. 12, p. 89-122, 2011.

HAYNES, M.; THOMPSON, S.; WRIGHT, M. Executive remuneration and corporate divestment: motivating managers to make unpalatable decisions. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 34, n. 5, 6, p. 792-818, jun/jul., 2007.

JENSEN, M. C. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, Summer, 1994.

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

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

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. **Negotiation, organizations and Markets Research Paper Series**. Harvard Business School, NOM Research Paper, p. 04-28, jul., 2004.

KRAUSTER, E. Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras. 2009. 234 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; WAKAMATSO, A. Avaliação comparativa dos modelos de precificação de employee stock options. **Gestão & Organização**, v. 4, n. 1, jan./abr. 2006. Disponível em: <www.gestaoorg.dca.ufpe.br>. Acesso em: 03 nov. 2010.

LEONARD, J. Executive pay and firm performance. **Industrial and Labor Relations Review**, v. 43, n. 3, p. 13-29, 1990.

LEWELLEN, W.; HUNTSMAN, B. managerial pay and corporate performance. **American Economic Review**, v. 60, n. 4, p. 710-720, 1970.

MARKIDES, C. C. Diversification, restructuring and economic performance. **Strategic Management Journal**, v. 16, n. 2, p. 101-118, 1995.

MERHEBI, R.; PATTENDEN, K.; SWAN, P. L.; ZHOU, X. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**, v. 46, p. 481-497, 2006.

MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2, p. 2485-2563, 1998.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 11-42, 1985.

NASCIMENTO, C.; FRANCO, L.; CHEROBIM, A. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, jan. 2012.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L.; LERNER, D. F. Avaliação de desempenho organizacional. In: NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. (Org.). **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. pp. 177-199.

NUNES, A. A.; MARQUES, J. A.V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista de Contabilidade & Finanças**, n. 38, p. 57-73, maio/ago., 2005.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, jan./abr., p. 61-73, 2007.

ROBERTS, D. A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. **Quarterly Journal of Economics**, v. 70, n. 2, p. 270-294, 1956.

SHIWAKOTI, R. K. Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting and Finance**, v. 52, p. 213-235, 2012.

SILVA, J. O.; BEUREN, I. M. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: CONGRESSO ANPCONT, 4., 2010. Natal/RN. **Anais...** São Paulo: Anpcont, 2010. CD-ROM.

SILVA, P. C. C. **Transparência de remuneração de executivos e governança corporativa no Brasil**. 2010. 32 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

TOLEDO FILHO, J. R.; SILVA, M.; SANTOS, F. T. Evidenciação de práticas de programas de remuneração por ações pelas companhias listadas no novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. **Revista de Contabilidade UFBA**, v. 3, n. 1, p. 05-19, jan./abr., 2009.

TOMS, S.; WRIGHT, M. Corporate governance, strategy and structure in British business history, 1950-2000. **Business History**, v. 1, n. 3, p. 91-124, 2002.

TSAI, P. Y.; YAMAMOTO, M. M. **Governança corporativa: análise comparativa entre o setor privado e o terceiro setor**. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5., 2005. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. CD-ROM.

VIEIRA, K. M.; VELASQUES, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na Estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, jan./mar., 2011.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, jan. 1990.

WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.