

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E INDICADORES DE DESEMPENHO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

REMUNERATION OF COMPANY EXECUTIVES AND PERFORMANCE INDICATORS: AN ANALYSIS OF THE COMPANIES LISTED ON THE BM&FBOVESPA

RESUMO

Este artigo teve como objetivo verificar a associação de indicadores de desempenho das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa com a remuneração dos executivos. Para isso, foram utilizadas informações sobre remuneração executiva, obtidas através do Relatório de Referência de cada empresa, referentes ao período de 2010 a 2014. Ao todo, foram selecionadas 134 empresas para cada ano a ser estudado, totalizando 670 observações. A metodologia estatística adotada teve como base a utilização de variáveis dependentes e medidas de desempenho. Apesar de os dados disponibilizados pelas empresas ainda serem vagos quanto aos valores exatos de remunerações dos executivos, considerando que foram analisados períodos referentes ao início do atendimento da obrigatoriedade de divulgação das remunerações dos executivos, ainda assim foi possível realizar a análise das relações variáveis em períodos distintos. Quanto à demonstração da remuneração total média (em logaritmo), o resultado demonstrou que a variável "ROA" (Retorno sobre o ativo), a qual tem a função de medir o desempenho dos executivos, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva. Ao analisar a remuneração média dos diretores, pode-se perceber uma ligação com a bonificação. Conclui-se, no que concerne às medidas de desempenho, que estas foram indispensáveis na remuneração executiva.

Palavras-chave: remuneração dos executivos; desempenho; ROA.

ABSTRACT

This article aimed to verify the association of performance indicators of Brazilian companies listed on BM&FBovespa with executive compensation. For this, information on executive compensation, obtained through the Reference Report of each company, was used from 2010 to 2014. In total, 134 companies were selected for each year studied, totaling 670 observations. The statistical methodology adopted was based on the use of dependent variables and performance measures. Although the data provided by the companies are still vague as to the exact values of executives' compensation, considering that they were analyzed periods related to the beginning of compliance with the mandatory disclosure of executive compensation, it was still possible to perform the analysis of the variable relations in different periods. As to the average total remuneration (in logarithm), the result showed that the variable "ROA" (Return on assets), which has the function of measuring executives' performance, was related to executive compensation. When analyzing the average compensation of the directors, one can perceive a connection with the bonus. It is concluded, as far as performance measures are concerned, that they were indispensable in executive compensation.

Keywords: executive compensation; performance; ROA

Palloma Katluyn Albuquerque Ferreira

Graduada em Ciências Contábeis e Administração pelo Centro Universitário de João Pessoa (Unipê). Contato: Rodovia BR-230, KM 22, s/n, Água Fria, João Pessoa, PB, CEP: 58053-000. E-mail: pallomakatluy@outlook.com

Alan Santos de Oliveira

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Graduado em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário de João Pessoa (Unipê). Docente do curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário de João Pessoa (Unipê). Contato: Rodovia BR-230, KM 22, s/n, Água Fria, João Pessoa, PB, CEP: 58053-000. E-mail: asoalansantos@gmail.com

Ailza Silva de Lima

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN). Graduada em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário de João Pessoa (Unipê). Graduada em Ciências Econômicas pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Docente do curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário de João Pessoa (Unipê). Contato: Rodovia BR-230, KM 22, s/n, Água Fria, João Pessoa, PB, CEP: 58053-000. E-mail: ailza.sillim@gmail.com

1. INTRODUÇÃO

A análise da relação entre a remuneração dos executivos das empresas e o desempenho empresarial tem sido abordada por muitos pesquisadores. Conforme exposto por Murphy (1998), trata-se de um tema que vem despertando o interesse da comunidade científica desde o final do século XXI, mas que ainda carece de estudos mais aprofundados no Brasil, talvez devido à limitação de acesso a informações sobre a remuneração de executivos.

As limitações decorrentes da administração tradicional, que apenas utiliza como base medidas financeiras para avaliar o desempenho das empresas, são conhecidas há décadas, e as tentativas de incorporar medidas não financeiras constituem coleções de medidas, servindo mais como relações de controle para acompanhamento e melhoria do que como sistemas inteligíveis de medidas interligadas, sem qualquer relação com a estratégia ou com o sistema de remuneração dos executivos (KAPLAN; NORTON, 2001).

Os investidores, desde as décadas de 80 e 90, começaram a pressionar as empresas para adotar técnicas de divulgação integral dos fatos e das transações ocorridas. Com o crescimento do mercado de capitais, o próprio mercado incentiva que as empresas utilizem mecanismos que aumentem a transparência, reduzindo, assim, a assimetria informacional existente entre os participantes no mercado. Nesse sentido, a atenção do mercado financeiro no âmbito mundial foi atraída pela governança corporativa, por priorizar a redução do risco para o investidor e a transparência na gestão (BARBOSA, 2008).

A crescente adesão de empresas brasileiras a incentivos de remuneração atrelados a ações justifica trabalhos que buscam evidências empíricas sobre possíveis ganhos decorrentes de tal utilização. Tais fatos se somam aos resultados de estudos que têm investigado possíveis problemas associados com a ideia de que a remuneração executiva pode tornar-se, também, parte do problema de agência (VICTOR, 2008).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), a governança corporativa surgiu para contornar o “conflito de agência”, com a necessidade de a economia prover o crescimento das atividades da companhia desejada e a estrutura do controle para gestão empresarial. No Brasil, os conflitos acontecem à medida que a entidade cresce e obtém novos sócios, bem como à medida que se incluem questões que geram bens econômicos para a empresa.

As empresas brasileiras de capital aberto têm como obrigação divulgar em seu relatório as remunerações de seus executivos, seguindo as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que entraram em vigor em 1º de janeiro de 2010, com a Instrução Normativa n.º 480. De tal maneira, as empresas têm divulgado os relatórios, embora ainda muito vagos e incompletos, segundo pesquisa realizada por Carvalho (2010), publicada na revista Exame, em 2010, por não especificarem valores precisos das remunerações variáveis dos executivos, bem como as características dos representantes dos conselhos de administração.

Os estudos que abordam a remuneração descrevem-na como uma recompensa pelo serviço que está sendo ou foi prestado, dependendo de funções, cargos e base de valores oferecidos pelo mercado. Dessa forma, podemos inserir na remuneração o valor pessoal, levando em conta o empenho sobre o trabalho buscado no modelo de gestão, podendo ressaltar a importância de se interligar a governança corporativa e o desempenho. Um bom administrador controla o desempenho dos sistemas sob sua responsabilidade, com a ajuda de medidas de desempenho. De acordo com Kaplan e Norton (1983), a maneira como esses sistemas se desenvolveram e evoluíram pode ser mais bem compreendida por meio do conhecimento das forças que os moldaram.

Dentro desse contexto apresentado, este artigo tem como problemática: **como os indicadores de desempenho das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa são associados com as remunerações dos executivos?** Para responder ao problema apresentado, tem-se como objetivo verificar a associação de indicadores de desempenho das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa com a remuneração dos executivos.

Nesse sentido, ao longo dos anos, diversos estudos vêm se dedicando à temática, demonstrando a relevância para acadêmicos e integrantes do mercado de capitais, o que justifica a realização do presente estudo (MURPHY, 1998; CONYON, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; OYADOMARI et al., 2010; VENTURA, 2013; CAYLOR; LOPES, 2013; SOUZA, 2015; MACHADO; ROGERS, 2016; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Além disso, a presente pesquisa visa contribuir com a literatura nacional, ao ampliar os achados em períodos de tempo maiores, considerando, assim, um possível amadurecimento das empresas a divulgação de informações completas sobre a remuneração paga aos executivos.

Este artigo é dividido em cinco seções. Além desta introdução, que constitui a primeira seção, tem-se, na segunda seção, a apresentação do referencial teórico extraído de pesquisas sobre remuneração de executivos, desempenho e evidências empíricas. A terceira seção se constitui na metodologia empregada na construção do trabalho. Logo após, a quarta seção demonstra a análise dos resultados. Por fim, na quinta seção, são apresentadas as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Remuneração dos Executivos

O tema remuneração dos executivos e desempenho vem sendo alvo de estudos ao longo dos anos, uma vez que, com a globalização, o aumento da concorrência e o aparecimento de novas tecnologias tornaram o ambiente empresarial complexo e instável, o que tem incentivado o interesse de pesquisadores (KRAUTER, 2009). De modo especial, a remuneração dos executivos é vista pela teoria da agência como um dos mecanismos de incentivo e de compensação dos denominados “agentes”, os gestores das grandes corporações, que têm o seu capital pulverizado em milhares de acionistas.

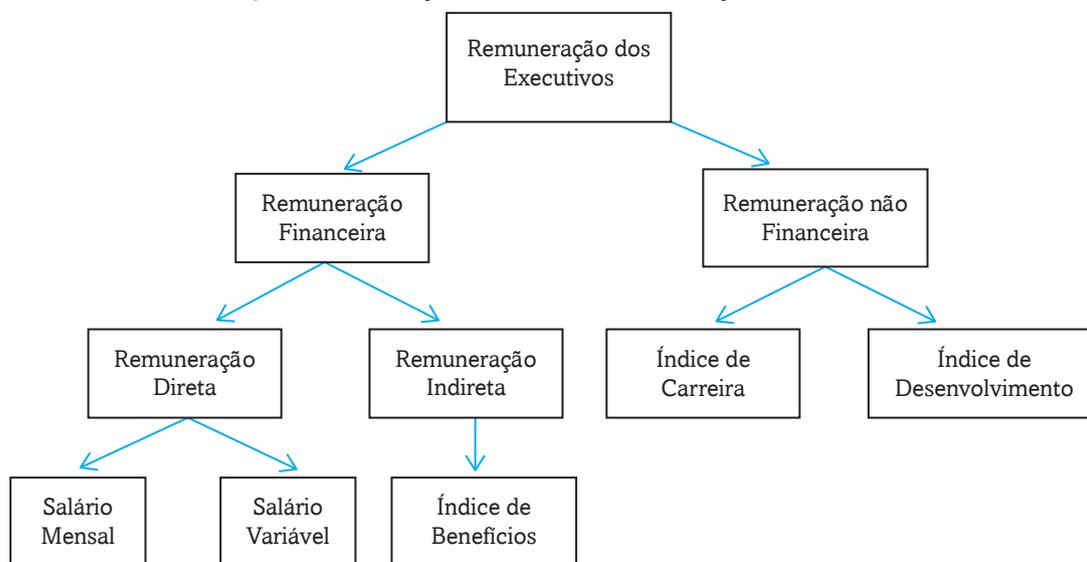
A remuneração é um fator de importância para a gestão das organizações. Gerir uma organização, atualmente, significa lidar com inúmeras transformações, de pessoal, de produção ou de processos, e isso tem implicações na maneira como os salários se adaptam a essas transformações, pois as pessoas na organização veem a remuneração como um fator motivacional (FAVARIM, 2012).

Para Ventura (2013), remuneração é o conjunto de retribuições recebidas habitualmente pelo empregado, obtida por prestação de serviço, conforme consta no contrato de trabalho, sendo composta pelo salário direto, indireto e remuneração variável. No pensamento de Hanashiro, Teixeira e Zaccarelli (2007), a remuneração no Brasil não tem conceito único, pois tem crescido num sentido mais amplo, podendo abarcar outros fatores além do financeiro. Dutra e Hipólito (2012, p. 1) a definem como “a contrapartida econômica e/ou financeira de um trabalho realizado pela pessoa” e listam diversos tipos de recompensas, sem se limitarem apenas à Teoria das Organizações, mas considerando inúmeros outros campos de estudo das ciências sociais.

Segundo Alves (2009), o método para definir o valor do salário baseia-se na medição da importância da função exercida e do valor pago para esta função pelo mercado. Para isso, é realizada uma aplicação entre as condições de trabalho e os valores dados aos cargos. A construção de cargos é avaliada de forma que a hierarquia entre eles exista com base nas suas descrições, que podem detalhar objetivos, tarefas, responsabilidades e/ou requisitos. Após isso, os salários são definidos com base em pesquisas de mercado. Porém, em função das transformações estruturais, tecnológicas, de processo, de mercado e de clientes que atingiram as organizações nas últimas décadas, o formato e o conteúdo dos cargos foram significativamente alterados.

Portanto, os critérios considerados pelos gestores para remunerar um empregado têm que considerar as distâncias entre os cargos, suas funções e o que eles realmente executam no trabalho. Nesse sentido, Rodrigues (2006) ressalta que a remuneração é descrita como uma recompensa pelo serviço que está sendo ou foi prestado, e dependerá de funções, cargos e base de valor oferecido pelo mercado. Dessa forma, pode-se inserir na remuneração o valor pessoal, levando em conta o empenho sobre o trabalho buscado no modelo de gestão, podendo ressaltar a importância da interligação com a governança corporativa. A remuneração pode ser classificada em remuneração financeira e não financeira, conforme apresentado na Figura 1.

Figura 1: Classificação das formas de Remuneração Executiva



Fonte: Adaptada da pesquisa de Krauter (2009).

A remuneração financeira pode, ainda, ser direta ou indireta. Conforme Krauter (2009), a direta pode ser entendida como o pagamento que cada empregado recebe na forma de salários, bônus, prêmios e comissões. Esta se subdivide em remuneração fixa ou remuneração variável, que se pode dar através de salários mensais ou por hora de trabalho ou, então, pode variar de acordo com critérios predefinidos, como metas e lucros das entidades.

Oliva e Albuquerque (2007) afirmam que, embora a remuneração variável seja praticada na alta administração das empresas, a sua origem remonta aos pagamentos por produtividade existentes desde o início do século passado. Complementando, existem dois tipos de remuneração variável: a participação nos lucros e a remuneração por resultados e, apesar de as organizações conviverem com diferentes formas de remuneração, a forma variável tomou impulso a partir dos processos de reestruturação do desempenho individual de cada executivo, sendo o complemento para a remuneração fixa.

Segundo Krauter (2009), a remuneração ainda pode ser classificada como indireta, ou seja, envolve o plano de benefícios e serviços sociais oferecidos pela empresa, incluindo férias, gratificações, gorjetas, adicionais e horas extraordi-

nárias, bem como o correspondente monetário dos serviços e auxílios oferecidos pela empresa (alimentação, transporte, seguro de vida, etc.). A soma do salário direto com o salário indireto constitui a remuneração final.

Por fim, a remuneração pode ser classificada como não financeira. Esse tipo subdivide-se em índice de carreira e índice de desenvolvimento, que são compostos pelo reconhecimento e pela segurança no emprego e estão relacionados diretamente à satisfação dos funcionários com o sistema de remuneração financeira e, conseqüentemente, com os objetivos estratégicos empresariais (CHIAVENATO, 1999; KRAUTER, 2009). Assim, pode-se inserir na remuneração o valor pessoal, levando em conta o empenho sobre o trabalho buscado no modelo de gestão, podendo ressaltar a importância de sua interligação com a governança corporativa.

A estratégia da empresa está ligada ao alinhamento da remuneração, estabelecendo uma fonte de vantagem competitiva, de forma que proporcione certo nível de flexibilidade que acompanhe as constantes mudanças, para que reforce os objetivos da organização a longo prazo (MARTOCCHIO, 1998; WOOD JR; PICARELLI FILHO, 1996).

Os administradores de uma sociedade por ações trabalham com recursos que lhes são confiados pelos constituintes organizacionais, e a sua remuneração é limitada, proporcional às suas funções e responsabilidades (RODRIGUES; SEABRA, 2011). Portanto, a remuneração considerada adequada pode ser uma das áreas-chave de conflito entre administradores e empresários.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), o aumento da transparência sobre a remuneração dos administradores é essencial para o desenvolvimento constante do mercado brasileiro, para seu alinhamento a padrões internacionais e para o atendimento às demandas gradativamente complexas de investidores, reguladores e outras partes interessadas. Isso permite compreender melhor os custos da administração, para que o emissor possa avaliar com mais precisão os mecanismos de incentivo e identificar eventuais desequilíbrios.

Milkovich (2000) conclui que os objetivos da remuneração são motivar a produção e controlar os custos, ao mesmo tempo em que estão relacionados à busca por satisfazer as necessidades do trabalhador. No entanto, pode-se considerar que competências individuais são fundamentais para atender às necessidades da entidade, buscando-se a competência desde seu desempenho e até a posterior recompensa.

2.2 Desempenho Empresarial

O conceito de desempenho é bastante extenso e varia consideravelmente de acordo com as disciplinas que tratam do tema. Halligan, Bouckaert e Dooren (2010) conceituam desempenho como o comportamento deliberado e intencional, seja de indivíduos, seja de organizações. Logo, ele pode estar ligado a diversos fatores internos ou externos.

Fazendo um filtro e direcionando o estudo apenas ao desempenho empresarial, ainda assim teríamos que citar os executivos que fazem parte da organização, uma vez que o bom desempenho empresarial deve gerar resultados significativos para todos os envolvidos, como uma forma de compensar os responsáveis pelo bom resultado, a fim de motivá-los para que os resultados estejam aparentes. A prática de avaliar as pessoas e seu desempenho é um procedimento administrativo nos processos organizacionais. Com isso, durante muito tempo e ainda nos dias atuais, o desempenho sempre se encontra associado quase que exclusivamente à produtividade ou à quantidade de trabalho executado.

A avaliação de desempenho é distinguida como uma política influente de gestão, já habituada à administração moderna para a gestão de pessoas, o que acarreta sua perda de originalidade, fazendo com que adquira o *status* de definir as necessidades e realizações corporativas e individuais da equipe (BARBOSA, 1996).

Segundo Vieito (2008), pode-se citar como compensação salarial a forma pela qual o contratante compensa o contratado, com o objetivo, a princípio, de aumentar o grau de satisfação dos empregados, recrutar e reter os qualificados e aumentar a lealdade com a empresa. A avaliação de desempenho deve, então, estar conectada muito fortemente ao que foi definido na estratégia da empresa, mantendo uma forma sistêmica e integrada (GULINI, 2005).

Medidas de desempenho consistem na busca de instrumentos que possibilitem a verificação do comportamento da empresa e/ou do empregado, conforme Fischmann e Zilber (2002). Por sua vez, Krauter (2006) menciona que as medidas tradicionais de avaliação de desempenho mais citadas na literatura são:

- ROI – Retorno sobre investimento: é o quociente entre o lucro e o investimento.
- ROA – Retorno sobre o ativo: é o quociente entre o lucro operacional e o ativo total. Mostra como os administradores estão utilizando os ativos.
- ROE – Retorno sobre patrimônio líquido: é o quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Mede a rentabilidade sobre os recursos investidos pelos proprietários.
- RONA – Retorno sobre ativos líquidos: é a relação entre o lucro operacional líquido após imposto de renda (NOPAT) e o total de ativos.
- LPA – Lucro por ação: é a relação entre o lucro líquido e o número de ações da empresa.
- P/L – Índice preço/lucro: é a razão entre o preço de mercado da ação e o lucro por ação.

E, por motivação, pode-se entender o conjunto de processos implicados na ativação, direção, intensidade e persistência da conduta de um indivíduo (GODOI, 2008). Diversamente, outros autores desenvolvem estudos do comportamento com base no *behaviorismo* radical, subtraindo-se a classificar os estudos como motivacionais e optando por definir como análise funcional os trabalhos que buscam variáveis que influenciam o comportamento (COSTA, MARINHO, 2002).

Para Krauter (2009), a teoria da agência prevê que o salário do presidente deve ser relacionado ao desempenho, a fim de resolver problemas associados à assimetria de informações entre proprietários e gestores. As atribuições e o rendimento impactam de forma direta a remuneração, porém, não se vinculam aos conhecimentos, habilidades e atitudes, como têm mostrado evidências de outros estudos, indicando que as competências não são de fato recompensadas, mas sim os resultados alcançados (BARBOSA, 1996).

2.3 Evidências Empíricas

Numa pesquisa realizada com empresas dos Estados Unidos, cujo objetivo era prever se a utilização da remuneração para fornecer incentivos para os executivos maximizaria o valor da empresa em longo prazo, Conyon (2006) concluiu que a alta ou a baixa remuneração, por si só, não é uma prova de contratos ineficientes, mas pode refletir no mercado de executivos e na remuneração necessária para atrair, reter e motivar os profissionais talentosos.

Camargos, Helal e Boas (2007) abordam a relação entre desempenho organizacional e remuneração dos executivos nos últimos anos. Nesse mesmo contexto, Murphy (1998) discorre que foi encontrada uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro da empresa, por meio das métricas ROA e ROE, 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.

Oyadomari et al. (2010), por sua vez, buscaram identificar os programas de práticas de remuneração variável no tocante à representatividade e abrangência (diretoria, gestores). O resultado de sua pesquisa mostra que as metas orçamentárias das áreas/departamentos estão em conformidade com as práticas de remuneração variável, pois se direcionam para o desempenho.

Ventura (2013) analisou a discussão sobre remuneração executiva por crescimento após os acontecimentos que envolveram falência de empresas e pagamento de bônus aos presidentes das companhias, discutindo e evidenciando o efeito das características das empresas e de indicadores de desempenho em relação à remuneração executiva. O autor teve como base a utilização da técnica de dados em painel balanceado, que combina dados seccionais e temporais.

A utilização dos dados em painel permite a análise das mesmas empresas em vários períodos distintos, o que possibilita uma análise dinâmica do relacionamento entre as variáveis. O resultado demonstrou que a variável explicativa “ativo”, a qual tem a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva, corroborando a literatura internacional. No que tange às medidas de desempenho, o valor por ação e o retorno do patrimônio líquido foram determinantes na remuneração executiva.

Caylor e Lopes (2013) explanam evidências da relação entre a remuneração dos executivos por meio de bônus e ganhos com base no desempenho. Os comitês de remuneração atribuem maior peso para a boa evolução dos resultados “positivos” do que para o desempenho “negativo”. A análise mais aprofundada da relação do comportamento com a remuneração dentro das empresas, entre as despesas de vendas, demonstra que os executivos são recompensados por aumentos de ROA, que são percebidos como o bom desempenho deles. A partir de seus resultados, sugere-se que os comitês de remuneração não protejam os executivos de ganhos de baixo desempenho. Caso contrário, sugere-se que esses comitês levem em consideração outras informações não relativas a ganho, ao decidir quanto ao peso a dar a uma diminuição nos ganhos, uma vez que a remuneração dos executivos pode não ter sido tão ineficiente.

Em seu estudo, Souza e Farias (2015) tiveram como objetivo verificar qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias abertas do Brasil. Foram analisadas 291 empresas, com o total de 696 observações, nos anos de 2011 a 2013, acerca da promulgação da Instrução Normativa n.º 480/2009, que obrigou as companhias abertas a evidenciarem as informações sobre a remuneração dos executivos.

Os resultados obtidos mostram que o setor que mais remunera totalmente os executivos, em média, é o de extração mineral. O teste de correlação não identificou uma associação significativa entre as variáveis, porém, as análises de regressão múltipla encontraram diversas relações de índices de remuneração com índices de desempenho financeiro, sendo a relação positiva para Remuneração Total, Salários e Pró-Labore, Participação nos Resultados e Bônus, e negativa para Remuneração Baseada em Ações. Para as demais remunerações, não houve influência significativa. Concluiu-se que a remuneração está relacionada de forma positiva com os índices.

O estudo de Machado e Rogers (2016) teve como objetivo examinar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, no período de 2010 e 2013. Os principais resultados indicaram que existe uma associação positiva estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o retorno sobre o patrimônio líquido, o ativo total e os níveis de governança corporativa.

Por fim, o estudo de Souza, Cardoso e Vieira (2017) teve como objetivo verificar a relação dos determinantes da remuneração dos executivos com o desempenho financeiro e de mercado das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa, no período de 2011 a 2013. Os resultados demonstraram que o desempenho financeiro, do ROA, Liquidez Geral e Endividamento, está associado positiva e significativamente com as remunerações baseadas em indicadores financeiros e não financeiros. Entretanto, o desempenho de mercado não foi relacionado com a remuneração dos executivos, contrariando estudos anteriores.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Composição da amostra

Os dados desta pesquisa foram constituídos por todas as firmas não financeiras listadas na BM&FBovespa, pois as firmas financeiras possuem legislação específica e estrutura dos ativos diferenciada, fatores que podem distorcer os resultados. Para a elaboração da amostra (não probabilística), foram selecionadas as empresas que divulgaram nos Formulários de Referências informações sobre a remuneração dos seus executivos, bem como as empresas que não apresentaram informações referentes à remuneração dos executivos, no período analisado. Além disso, foram selecionadas as empresas que apresentaram informações referentes às variáveis de interesse (*proxy* de desempenho) e de controle na base de dados Economatica®. Assim, a amostra do estudo correspondeu a um conjunto de 112 empresas, incluindo 560 observações.

O período analisado correspondeu aos exercícios de 2010 a 2014, pois apenas em 2010 as empresas foram obrigadas a divulgar em seu relatório as remunerações de seus executivos, seguindo a norma n.º 480 da Comissão de Valores Imobiliárias (CVM). Assim, pôde-se captar o período inicial de divulgação das informações referentes às remunerações dos executivos nos Formulários de Referências, relacionando com seu impacto no desempenho das empresas.

3.2 Descrição do Modelo de Regressão

Para investigar a relação do desempenho das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa com a remuneração dos executivos, foi desenvolvido um modelo de regressão múltipla, segundo a Equação 1.

$$\ln REMT = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 DBONUS + \beta_3 DPLR + \beta_4 DBASACOES + \beta_5 \ln Ativo + \beta_6 MEMBROS + \varepsilon_{it}$$

Onde:

- $\ln REMT$ = logaritmo da remuneração média recebida da diretoria estatutária, da empresa i no tempo t para as equações;
- ROA = variável de desempenho que indica o Retorno sobre o ativo, da empresa i no período t para a equação;
- DBONUS = é uma variável *dummy* de controle que indica o pagamento baseado em bônus, para a qual será atribuído 1 para recebimento baseado em bônus e 0 para as demais;
- DPR = é uma variável *dummy* de controle que indica a participação nos resultados, na qual será atribuído 1 para participação e 0 para as demais;
- DBASACOES = é uma variável *dummy* de controle que indica o pagamento baseado em ações, para a qual será atribuído 1 para recebimento baseado em ações e 0 para as demais;
- $\ln Ativo$ = é uma variável de controle, baseada no logaritmo natural do ativo, indicando tamanho;
- MEMBROS = quantidade de membros que compõem a diretoria estatutária;
- ε_{it} = termo de erro da regressão da empresa i no período t .

Nesse sentido, foi utilizado o logaritmo da remuneração média recebida da diretoria estatutária ($\ln REMT$), seja ela fixa ou variável, como variável dependente, conforme o estudo de Ventura (2013). Conforme estudos de Ventura (2013) e Souza e Farias (2015), foi utilizada como *proxy* para desempenho a variável independente ROA, que indica a rentabilidade do ativo das empresas, sobre a qual se espera uma relação direta e estatisticamente significativa com a remuneração dos executivos.

As demais variáveis independentes do modelo foram de controle, também conforme os autores supracitados, sendo elas: DBONUS – que é uma variável *dummy* que indica o pagamento baseado em bônus; DPR – é uma variável *dummy* que indica a participação nos resultados; DBASACOES – é uma variável *dummy* que indica o pagamento baseado em ações; $\ln Ativo$ – é uma variável de tamanho das empresas e, por fim, MEMBROS – que representa a quantidade de membros que compõem a diretoria estatutária. Para todas as variáveis de controle, também se espera uma associação direta e estatisticamente significativa com a remuneração dos executivos (VENTURA, 2013; CAYLOR; LOPES, 2013; SOUZA; FARIAS, 2015; MACHADO; ROGERS, 2016; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Os dados destacados na Tabela 1 apresentam as estatísticas descritivas das variáveis das empresas listadas na BM&FBovespa, extraídas de relatórios para análise da remuneração e do desempenho.

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. padrão
REMMEDIA	8.659.529,4013	25.30140,00	720.000.000	889.170,00	30.549.344,7
ROA	15.118.579,11	5,93	769.124.487	-32.348.532,06	29.754.484,53
ATIVO	5.853.019	8.249,78	309.415.532	4.417,31	21.580.120,83
MEMBROS	6	5	37	2	3

Fonte: Dados da Pesquisa 2016.

No que se expõe em relação à remuneração total dos executivos, apresentou um valor médio de 8.659.529,40, no período de 2010 a 2014, um valor máximo de 720.000.000 e mínimo de 889.170,00. Destaca-se que esse valor médio apresentado não pode ser considerado representativo, uma vez que o desvio padrão foi elevado, totalizando 30.549.344,7, representando a alta dispersão em torno da média. Esse resultado pode ser considerado um valor alto, uma vez que os executivos recebem valores muito discrepantes quando são comparados.

Quanto à variável do ROA, *proxy* de desempenho, percebe-se um valor médio de 15.118,579,11, um valor máximo de 769.124.487 e mínimo de -32.348.532,06. Já o Ativo apresentou um valor médio de 5.853.019, com valor máximo de 309.415.532 e mínimo de 4.417,31. Dessa forma, esses resultados do ROA e Ativo não apresentaram valores médios significativos, pois revelaram a heterogeneidade da amostra, conforme os respectivos desvios padrões de 29.754.484,53 e 21.580.120,83.

Esses resultados podem ser considerados normais em virtude de valores diferentes, uma vez que foram analisados os relatórios de diversas empresas financeiras, que se diferenciam quanto a setores e situações econômicas. Conforme estudos realizados anteriormente (MACHADO; ROGERS, 2016; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017), essa elevada dispersão se deve a fatores institucionais das empresas analisadas, como, por exemplo, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Por fim, a composição da diretoria dos executivos em forma de variável obteve como média 6 integrantes, podendo chegar ao máximo de 37 e ao mínimo de 2. Conforme os estudos de Ventura (2013) e Souza e Farias (2015), a composição da diretoria pode influenciar o desempenho das remunerações dos executivos das empresas.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis *dummy* do modelo, revelando um cenário dos benefícios adquiridos por remuneração variável.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas das Variáveis *Dummy*

BÔNUS	OBSERVAÇÕES	PERCENTUAL
SIM	349	52%
NÃO	321	48%
TOTAL	670	100%
PARTICIPAÇÃO DOS RESULTADOS	OBSERVAÇÕES	PERCENTUAL
SIM	247	37%
NÃO	423	63%
TOTAL	670	100%
BASEADO EM AÇÕES	OBSERVAÇÕES	PERCENTUAL
SIM	296	44%
NÃO	374	56%
TOTAL	670	100%

Fonte: Dados da Pesquisa 2016.

Pode-se observar que o percentual dos executivos que recebem por bônus chega a 52%, já o percentual dos que não recebem totaliza 48%. Esses resultados são bastante significativos: levando em consideração a remuneração recebida por Participação dos Resultados e a remuneração Baseada por Ações, apenas 37% dos executivos recebem por participação e 44% recebem com base em ações, sendo que os que não recebem essas bonificações, em porcentagem, 63% e 56%, respectivamente. Diante desses dados, percebe-se que a quantidade de entidades que remuneram por bônus é maior do que a quantidade das que pagam por Ações e Participação dos Resultados, sendo que a diferença entre o recebimento por bônus e a participação de resultados chega a 15%, e a diferença entre os que recebem por bônus e os que recebem por ações é de 8%. A análise descritiva apresenta apenas indícios, não sendo possível inferir resultados mais robustos (VENTURA, 2013).

4.2 Matriz de Correlação

A Tabela 3 mostra a correlação da variável dependente em conjunto com as variáveis explicativas utilizadas na análise do presente estudo.

Tabela 3 – Matriz de correlação

	<i>lnREMT</i>	ROA	DBONUS	DPLR	DBASACOE	LnAtivo	MEMBROS
<i>lnREMT</i>	1,0000						
ROA	0,0172	1,0000					
DBONUS	0,0598	0,0418*	1,0000				
DPLR	0,0270	-0,0260	-0,5305*	1,0000			
DBASACO	0,1306*	0,0428	0,1132*	-0,0506	1,0000		
LnAtivo	0,1257*	0,0089	-0,0046	0,0251	0,0205	1,0000	
MEMBROS	-0,0913*	-0,0084	-0,0354	0,0825*	0,1030*	0,0567	1,0000

Fonte: Dados da Pesquisa 2016.

No que se refere à correlação entre a variável ROA com o *lnREMT*, observa-se que ela não foi significativa estatisticamente, mas o coeficiente foi positivo, o que sugere que, ao se aumentar o desempenho através do ROA, é provável que aumente a remuneração dos executivos. No que diz respeito à variável MEMBROS, foi observada uma relação negativa com a *lnREMT*, na qual há uma equiparação forte em relação a outras, considerando que quanto maior o número de membros das organizações, menor será a remuneração. A variável LnAtivo, que representa a abrangência das entidades, apresentou uma boa ligação em relação à variável remuneração *lnREMT*, assim, quanto maior o ativo das entidades não financeiras, maior a recompensa dos diretores. Ventura (2013), em seu estudo, demonstrou que a variável explicativa “ativo”, a qual tem a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva.

4.3 Modelo de Regressão

Por fim, a Tabela 4 apresenta os resultados da equação que mensura a relação entre o desempenho e a remuneração dos executivos das entidades listadas na BM&FBovespa.

Tabela 4 – Equação que mensura a Relação entre o Desempenho e a Remuneração dos Executivos

Descrição	Modelo
C	6,057 (0,356)
ROA	0,004 (0,000)***
DBONUS	-0,895 (0,591)
DPLR	2,136 (0,218)
DBASACOE	0,596 (0,740)
LnAtivo	0,733 (0,011)***
MEMBROS	-0,621 (0,000)***
Painel	EF
DSETOR	SIM

Fonte: Dados da pesquisa (2016)
Notas: ***indica significância de 1%
EF – efeito fixo

No que se refere à variável explicativa ROA, constata-se que ela apresenta o coeficiente significativo a um nível de 1%, o que se mostra positivo. Dessa forma, observa-se que, à medida que o desempenho das empresas aumenta através do ROA, a remuneração média das organizações analisadas também aumenta. Esses resultados corroboram o estudo de Caylor e Lopes (2013), que analisou a melhor relação do comportamento com a remuneração dentro das empresas, entre as despesas de vendas, e demonstrou que os executivos são recompensados por aumentos de ROA, que são percebidos como bom desempenho deles. Além disso, também corrobora outros estudos nacionais, Machado e Rogers (2016) e Souza, Cardoso e Vieira (2017), que evidenciaram que existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o ROA das empresas analisadas.

No que tange às variáveis de controle, identificou-se que o LnAtivo apresentou coeficiente significativo a um nível de 1% e diretamente proporcional, devido ao fato de o coeficiente de variação ser positivo, indicando que, com o aumento do tamanho, aumenta a remuneração. Esses resultados corroboraram os estudos de Machado e Rogers (2016) e Souza, Cardoso e Vieira (2017).

Em relação à variável MEMBROS, esta teve, também, o coeficiente significativo em relação a um nível de 1%, no entanto, seu coeficiente foi negativo, o que revela que a quantidade de membros tem relação inversamente proporcional com a recompensa dos executivos, discordando com estudos anteriores (VENTURA, 2013; CAYLOR; LOPES, 2013; SOUZA; FARIAS, 2015; MACHADO; ROGERS, 2016; SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Dessa forma, quando as organizações diminuem a quantidade de membros dos seus conselhos estatutários, espera-se que a remuneração média dessas entidades aumente proporcionalmente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar a associação de indicadores de desempenho das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa com a remuneração dos executivos. Para tanto, foram utilizados dados sobre remuneração executiva, obtidos através do Relatório de Referência de cada empresa, referente ao período de 2010 a 2014. Ao todo, foram selecionadas 134 empresas para cada ano a ser estudado, totalizando 670 observações. A metodologia estatística adotada teve como base a utilização de variáveis dependentes e medidas de desempenho, para que, então, fosse realizado o cálculo das estatísticas descritivas, correlações e modelo de regressão.

Com base nos resultados encontrados, constatou-se que o indicador de desempenho ROA apresentou um coeficiente significativo a um nível de 1%, que se mostrou positivo. Dessa forma, há indícios de que, a cada aumento do desempenho das empresas através do ROA, aumenta a remuneração média das organizações analisadas.

As entidades crescem junto com os diretores à medida que os lucros dessas organizações crescem. Em vista disso, é importante que os executivos sejam reconhecidos pelo bom posicionamento que ocupam dentro dessas empresas, para que todos os objetivos organizacionais sejam alcançados.

Quanto às variáveis de controle, identificou-se que a variável que representa o tamanho das empresas apresentou uma relação direta com a remuneração dos executivos. Contudo, a variável MEMBROS apresentou uma relação inversamente proporcional à recompensa dos executivos. Assim, quando as organizações diminuem a quantidade de membros dos seus conselhos estatutários, espera-se que a remuneração média dessas entidades aumente proporcionalmente, para a amostra analisada.

Portanto, considerando os resultados deste estudo, depreende-se que o objetivo proposto foi alcançado, identificando que o desempenho tem ligação direta com a remuneração dos executivos, evidenciando, ainda, a ligação com outras bonificações.

Esta pesquisa possui, porém, algumas limitações, pois, apesar de utilizar outros indicadores de desempenho, não foi apresentada uma relação estatisticamente significativa com a remuneração dos executivos. Dessa forma, foi utilizada apenas a variável ROA. Sendo assim, sugere-se, para futuras pesquisas, que sejam analisadas todas as empresas listadas na BM&FBovespa, com base em períodos mais atuais e com o acréscimo de outros índices de desempenho e outras bonificações não abordados neste estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, P. C. *Proposta de um Plano de Cargos e Salários para a SERTE – Sociedade Espírita de Recuperação, Trabalho e Educação*. 2009. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

BARBOSA, L. Meritocracia à brasileira: o que é desempenho no Brasil? *Revista do Serviço Público*, ano 47, v. 120, n. 3, p. 58-102, set./dez. 1996.

BARBOSA, V. S. *Níveis de governança corporativa: rentabilidade e valorização*. Porto Alegre: UFRGS, 2008.

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. Anais... Foz do Iguaçu, v. 27, 2007.

CARVALHO, D. A remuneração ainda é segredo. Em *Revista Exame*. v. 44, n. 5, p. 86, 2010.

CAYLOR, M. L.; LOPEZ, T. J. Cost behavior and executive bonus compensation. *Advances in Accounting*, v. 29, n. 2, p. 232-242, 2013.

CHIAVENATO, I. *Gestão de pessoas: o novo papel dos recursos humanos nas organizações*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CONYON, M. J. Executive compensation and incentives. *The Academy of Management Perspectives*, v. 20, n. 1, p. 25-44, 2006.

COSTA, S. E. G.; MARINHO, M. L. Um Modelo de Apresentação de Análise Funcional do Comportamento. *Revista de Estudos de Psicologia*, v. 19, n. 3, p. 43-54, 2002.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução 480 de 07 de Dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 16 jun. 2018.

DUTRA, J. R.; HIPÓLITO, J. M. *Remuneração e Recompensas*. São Paulo: Atlas, 2012.

FAVARIM, F. N. Um estudo sobre remuneração em seus aspectos jurídico-administrativos. *Bioenergia em Revista: Diálogos*, v. 1, n. 2, p. 79-91, 2012.

FISCHMANN, A. A.; ZILBER, M. A. Competitividade e Importância de Indicadores de Desempenho: Utilização de um modelo de tendência. In: Encontro Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD). Salvador. *Anais...* Bahia: ENANPAD, 2002.

GODOI, C. K. et al. Remuneração Acionária, Sentimento de Propriedade e Motivação de Empregados. *Faces Revista de Administração*, v. 7, n. 2, 2008.

GULINI, P.L. *Ambiente organizacional, comportamento estratégico e desempenho empresarial: um estudo no setor de provedores de internet de Santa Catarina*. 2005. 160 f. Dissertação (Mestrado em Organizações e Sociedade) - Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2005.

HANASHIRO, D. M. M.; TEIXEIRA, M. L. M.; ZACCARELLI, L. M. *Gestão do fator humano: uma visão baseada em stakeholders*. São Paulo: Saraiva, 2007.

HALLIGAN, J.; BOUCKAERT, G.; VAN DOOREN, W. *Performance management in the public sector*. New York: Routledge, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. *IBGC destaca a importância da transparência sobre a remuneração de administradores de companhias abertas*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/19528/IBGC-destaca-a-importancia-da-transparencia-sobre-a-remuneracao-de-administradores-de-comp>>. Acesso em: 18 out. 2016.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management - Part I. *Accounting Horizons*, v. 15, n. 1, p. 87-104, mar. 2001.

KAPLAN, R. S. Measuring manufacturing performance: a new challenge for managerial accounting research. *The Accounting Review*, v. 58, n. 4, p. 686-705, 1983.

KRAUTER, E. Medidas de avaliação de desempenho financeiro e criação de valor: um estudo com empresas industriais. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 2006, Resende. *Anais...* Resende: SEGeT, 2006.

KRAUTER, E. *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras*. 2009. 192 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MACHADO, T. R. B.; ROGERS, P. Remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. *Revista Mineira de Contabilidade*, v. 17, n. 1, p. 5-13, 2016.

MARTOCCHIO, J. J. *Strategic Compensation: A Human Resource Management Approach*. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

MILKOVICH, G. T. *Administração de Recursos Humanos: treinamento*. São Paulo: Atlas, 2000.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. *Handbook of labor economics*, v. 3, Amsterdã: North Holland, 1998.

OLIVA, E.C.; ALBUQUERQUE, L. G. D. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.

OYADOMARI, J. C. et al. Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 6, n. 12, p. 53-74, 2010.

RODRIGUES, J. M. Remuneração e competências: retórica ou realidade? *Rev. adm. Empres.*, v.46, n. SPE, p. 23-34, 2006.

RODRIGUES, J. J. M.; SEABRA, F. M. S. H. Remuneração dos administradores dos bancos portugueses do psi20. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n. 2, p. 130-145, 2011.

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da Remuneração dos Executivos e sua Relação com o Desempenho Financeiro das Companhias. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, v. 23, n. Especial, p. 4-28, 2017.

SOUZA, P. V. S.; FARIAS, K. T. R. Remuneração dos Executivos e Desempenho Financeiro das Companhias Abertas Brasileiras. In: XII Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2015, São Paulo. *Anais...* USP, 2015.

VENTURA, A. F. A. *Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBO-VESPA*. 2013. 72 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa - PB, 2013.

VICTOR, F. G. *Características de Governança Corporativa e os Determinantes do Nível de Transparência da Remuneração por Meio de Opções de Ações*. Dissertação (Mestrado Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, São Leopoldo, 2008.

VIEITO, J. P. T. *Essays in executive compensation*. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2005.

WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. *Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva*. São Paulo: Atlas, 1996.