

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO
PRETO

BRUNA BOSSOLANI

Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital
aberto

Ribeirão Preto
2017

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Marcio Mattos Borges de Oliveira
Chefe de Departamento de Administração / FEA-RP

BRUNA BOSSOLANI

Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área de Concentração: Finanças Corporativas
Orientadora: Profa. Dra. Elizabeth Krauter

Ribeirão Preto

2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Bossolani, Bruna.

Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto / Bruna Bossolani; Orientadora: Profa. Dra. Elizabeth Krauter – Ribeirão Preto, 2017.

35f.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, curso de Administração, 2017.

1. Remuneração de Executivos. 2. Desempenho Financeiro. I. Krauter, Elizabeth. II. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto.

Nome: BOSSOLANI, Bruna

Título: Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto

Monografia apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da
Universidade de São Paulo, para obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais, Santo Bossolani Neto e Ivone Pereira Silva Bossolani, por todo amor, dedicação, carinho, cuidado e por todo esforço que sempre fizeram para me proporcionar as melhores oportunidades, respeitando as minhas decisões e me incentivando em cada uma delas.

Ao meu irmão, Fábio Bossolani, que sempre se preocupou comigo da mesma forma que nossos pais se preocupam conosco, e tanto me auxiliou desde o início da graduação.

À minha prima, Isabela Bossolani Rossino, que desde sempre foi uma irmã e fez esse vínculo se fortalecer nos últimos cinco anos, momento em que dividimos nossas vidas e vencemos juntas diversos obstáculos.

À minha tia, Vitoria Bossolani, pelo carinho de sempre, por todo o incentivo para que eu seguisse com as minhas decisões, mesmo diante de tantas dificuldades, e por ter participado intensamente da experiência mais preciosa que tive durante a graduação: o intercâmbio.

Aos amigos do SUPERA Parque de Inovação e Tecnologia de Ribeirão Preto, Saulo, João, Eduardo e Reinaldo, que me permitiram ter as melhores experiências de trabalho durante a graduação e me proporcionaram ensinamentos valiosos, além de todo o apoio para a conclusão deste curso.

Às queridas amigas, Bárbara, Raquel, Tais, Gabriela, Fernanda, Daniela e Renata por todas as experiências vividas e por compartilharem esses anos de aprendizados e alegrias comigo.

Ao amigo Roberto Campanelli, que foi um grande incentivador para que eu iniciasse o curso de Administração na FEA-RP/USP e um sábio orientador em diversas situações desde então, sobretudo nos assuntos relacionados ao intercâmbio.

À minha professora e orientadora Elizabeth, que desde o início do curso confiou em mim e me auxiliou na realização de inúmeros projetos, incluindo Iniciação Científica e diversas monitorias. Agradeço por todos os ensinamentos, pela confiança depositada no meu trabalho e por todo o suporte oferecido nessa minha trajetória acadêmica.

A todos os familiares e amigos que sempre torceram por mim e contribuíram de alguma forma para a conclusão deste curso.

A todos aqueles que, de algum modo, estão presentes na minha vida e torcendo pelo meu sucesso.

RESUMO

BOSSOLANI, B. **Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto**. 2017. Monografia (Graduação em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

A política de remuneração de executivos destaca-se, recentemente, nas discussões acerca de governança corporativa e de transparência das informações divulgadas pelas empresas, em virtude, sobretudo, de inúmeros escândalos financeiros ocorridos em grandes corporações, os quais evidenciam problemas referentes à remuneração excessiva de executivos e aos desempenhos financeiros alcançados. Este estudo tem por objetivo investigar a existência de relação entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro alcançado pelas empresas de capital aberto no Brasil, considerando-se especificamente as organizações listadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, para os anos de 2015 e 2016. Para isso, as variáveis de remuneração foram consideradas em três grandes grupos – Remuneração Fixa (RF), Remuneração Variável (RV) e Remuneração Total (RT) –, enquanto o desempenho financeiro foi dimensionado com base em dois indicadores financeiros – Retorno Sobre Ativos Totais (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Buscou-se testar a seguinte hipótese: existe relação positiva e significativa entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro alcançado pelas organizações brasileiras de capital aberto. Adicionalmente, foi analisada a composição da remuneração dos executivos, ou seja, qual modalidade de remuneração – fixa ou variável – foi mais utilizada, e o quanto essas modalidades relacionaram-se ao desempenho financeiro das companhias, considerando-se o período proposto. Baseando-se nas análises realizadas, que envolveram estatística descritiva, correlação de Pearson e regressão linear múltipla, constatou-se que não há relação positiva e significativa entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro das organizações brasileiras de capital aberto.

Palavras-chave: remuneração de executivos; desempenho financeiro.

ABSTRACT

BOSSOLANI, B. **Executive compensation and financial performance: a study with Brazilian publicly traded companies**. 2017. Monograph (Graduation in Management). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

The remuneration policy for executives has recently been highlighted in the discussions about corporate governance and transparency of the information disclosed by companies, mainly due to the numerous financial scandals that occurred in large corporations, which highlight problems related to the excessive remuneration of executives and the financial performance achieved. The purpose of this study is to investigate the existence of a relationship between the remuneration practiced by executives and the financial performance of publicly traded companies in Brazil, specifically considering the organizations listed in the "Novo Mercado" segment of BM&FBOVESPA for the years of 2015 and 2016. For this, the remuneration variables were considered in three large groups - Fixed Remuneration (RF), Variable Remuneration (VR) and Total Remuneration (RT) -, while financial performance was scaled based on two financial indicators - Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE). The following hypothesis was tried to be tested: there is a positive and significant relationship between the remuneration practiced by executives and the financial performance achieved by Brazilian publicly traded organizations. Additionally, the composition of executives' compensation was analyzed, that is, what type of remuneration - fixed or variable - was used at the most, and how these modalities were related to the financial performance of the companies, considering the proposed period. Based on the analysis, which involved descriptive statistics, Pearson's correlation and multiple linear regression, it was verified that there is no positive and significant relationship between the remuneration practiced to executives and the financial performance of Brazilian publicly-traded organizations.

Keywords: executive compensation; financial performance.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
1.1	Problema de Pesquisa	8
1.2	Objetivos	8
1.3	Justificativa.....	9
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	10
2.1	Formulário de Referência	10
2.2	Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro	12
2.3	Estudos Anteriores.....	13
3	METODOLOGIA	15
3.1	Delimitação da Amostra	15
3.2	Coleta dos Dados	16
3.3	Análise dos Dados	17
4	RESULTADOS FINAIS	19
4.1	Medidas Descritivas dos Dados	19
4.2	Correlação dos Dados	22
4.3	Regressão Múltipla	24
5	ANÁLISES	28
6	CONCLUSÕES FINAIS	29
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	33

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Medidas descritivas das variáveis de remuneração para o ano de 2015.....	19
Tabela 2 – Medidas descritivas dos indicadores financeiros para o ano de 2015.....	20
Tabela 3 - Medidas descritivas das variáveis de remuneração para o ano de 2016	21
Tabela 4 – Medidas descritivas dos indicadores financeiros para o ano de 2016.....	22
Tabela 5 – Matriz de Correlação de Pearson – Dados de 2015	23
Tabela 6 – Matriz de Correlação de Pearson – Dados de 2016	23
Tabela 7 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROA para 2015	25
Tabela 8 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROE para 2015	25
Tabela 9 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROA para 2016	26
Tabela 10 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROE para 2016	26

1 INTRODUÇÃO

A política de remuneração de executivos tem sido destacada recentemente nas discussões acerca de governança corporativa e de transparência das informações divulgadas pelas empresas, em virtude, sobretudo, de inúmeros escândalos financeiros ocorridos, na década de 2000, em grandes corporações, como Enron, Tyco International e WorldCom, os quais evidenciaram problemas referentes à remuneração excessiva de seus executivos e aos desempenhos financeiros alcançados. Os elevados salários pagos a esses executivos foram responsáveis, também, por questionamentos quanto ao modelo de remuneração mais eficaz (VASSOLER, 2011).

Os diversos escândalos registrados revelaram-se como fator crucial para que um número considerável de grandes corporações melhorasse seus controles internos e aderisse a práticas de transparência e governança corporativa (RADEBAUGH; GRAY; BLACK, 2006; WEARING, 2005; ABELSON, 2001).

Diante das fraudes encontradas, inúmeras medidas foram implementadas em todo o mundo para que houvesse comprometimento com informações mais transparentes, como a criação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002, nos Estados Unidos, a qual faz dos executivos de empresas de capital aberto responsáveis pessoal e criminalmente pelas informações financeiras publicadas (MORLEY, 2011).

No Brasil, uma das medidas adotadas foi a emissão da Instrução Normativa nº 480 (IN 480) pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em dezembro de 2009. Tal norma refere-se à obrigatoriedade de publicação do Formulário de Referência (FR) para empresas brasileiras de capital aberto, o que inclui a divulgação da remuneração dos executivos. Ressalta-se que a remuneração dos executivos, embora seja um item de divulgação obrigatória no Formulário, não é apresentada por muitas empresas no país, uma vez que estas recorrem ao Poder Judiciário para não publicação das informações.

Diversos estudos foram realizados, a fim de investigar a existência de relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro das empresas, e foram desenvolvidos, sobretudo, nos Estados Unidos (KATO; KIM; LEE, 2005), visto que nesse país as informações sobre remuneração são encontradas mais facilmente. Os resultados desses trabalhos são divergentes e não conclusivos. Alguns deles evidenciaram relações fracas, enquanto outros demonstraram relações não significantes entre as variáveis (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987;

BARKEMA; GÓMEZ-MEJIA, 1998). Uma possível relação positiva entre a remuneração e o desempenho financeiro significa que as companhias que melhor remuneram seus executivos atrairão os profissionais melhor capacitados e de maior experiência, permitindo desempenho superior ao dos concorrentes (SILVA; CHIEN, 2013).

A principal abordagem utilizada nos estudos sobre remuneração de executivos e desempenho financeiro é a teoria de agência (CONYON, 2006). De acordo com essa teoria, o principal (acionista) contrata um agente (executivo) para efetuar uma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão. Se as partes – acionista e executivo – agirem de modo a maximizar sua utilidade pessoal, existem razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do acionista (JENSEN; MECKLING, 1976 apud KRAUTER, 2013, p.260)¹.

1.1 Problema de Pesquisa

Considerando a publicação do Formulário de Referência pelas empresas nos últimos anos, bem como a possibilidade de maior acesso às informações referentes à remuneração de executivos, além dos escassos estudos realizados a respeito do tema no país, o presente trabalho busca responder à seguinte pergunta: existe relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro nas empresas brasileiras de capital aberto?

1.2 Objetivos

Em um ambiente empresarial cada vez mais competitivo, o fator humano revela-se como um dos mais importantes diferenciais na busca por resultados. Em decorrência disso, a remuneração é utilizada como um dos instrumentos de gestão de pessoas, à medida que visa atrair e manter profissionais, recompensar bons desempenhos e incentivar os funcionários para uma cultura de realização de metas (HANASHIRO et al., 2007).

Além disso, a remuneração dos executivos, especificamente, é considerada um dos mecanismos de governança corporativa, sendo utilizada para alinhar os interesses de acionistas e executivos (KRAUTER, 2013).

¹ JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure.** Journal of Financial Economics, 1976, p. 305-360.

Este estudo teve por objetivo investigar a existência de relação entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro alcançado pelas organizações brasileiras de capital aberto, considerando-se especificamente as companhias listadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, para o período que compreende os anos de 2015 e 2016.

Adicionalmente, buscou-se compreender qual a composição da remuneração dos executivos, ou seja, qual modalidade de remuneração – fixa ou variável – foi mais utilizada, e o quanto essas modalidades relacionaram-se ao desempenho financeiro das companhias, considerando-se o período proposto.

1.3 Justificativa

Pelo fato de as empresas brasileiras apresentarem resistência para divulgar dados de remuneração, as pesquisas que envolvem relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro ainda são escassas no país (LARRATE, 2013).

A relevância do tema no contexto empresarial atual, bem como as divergências observadas nos resultados de pesquisas anteriores, além do interesse em analisar a relação entre as variáveis no mercado brasileiro, motivaram a realização desta pesquisa.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A base da revisão bibliográfica da presente pesquisa consiste em temas como: formulário de referência; remuneração de executivos e o desempenho financeiro e estudos anteriores.

A seguir são apresentados esses temas, que serão retomados na discussão dos resultados desta pesquisa.

2.1 Formulário de Referência

Informações referentes à remuneração de executivos foram instituídas, no Brasil, por meio da Instrução Normativa 480, emitida pela CVM em dezembro de 2009. A aplicação da normatização iniciou-se em 2010, e as informações passaram a ser geradas através do Formulário de Referência, documento eletrônico que contém as informações exigidas pelo Anexo 24 da Instrução Normativa 480.

Esse documento visa possibilitar uma inserção mais transparente das companhias de capital aberto no mercado mundial de capitais (CODIM, 2011). No que se refere a este trabalho, destaca-se o item 13 do Formulário, o qual compreende informações sobre a remuneração do conselho de administração, dos executivos e do conselho fiscal.

De forma sintetizada, as informações sobre remuneração abordadas no Formulário compreendem os seguintes subitens:

- 13.1 – refere-se, basicamente, à descrição das práticas de remuneração do conselho de administração, da diretoria executiva e do conselho fiscal, abordando diferentes aspectos;
- 13.2 – compreende dados específicos referentes à remuneração (fixa e variável) dos órgãos citados nos três últimos exercícios sociais, como salário, benefícios diretos e indiretos, bônus, participação nos resultados e comissões;
- 13.3 – relaciona-se a informações adicionais sobre a remuneração variável citada no subitem anterior;
- 13.4 – refere-se aos critérios realmente utilizados para calcular as remunerações do subitem anterior;
- 13.5 – especifica informações sobre participações detidas por membros em ações ou cotas, ou outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas;

- 13.6 – refere-se às informações quantitativas sobre a remuneração baseada em ações, tanto para os executivos quanto para o conselho de administração;
- 13.7 – compreende as opções em aberto referentes aos executivos e ao conselho de administração;
- 13.8 – relaciona-se às ações entregues e às opções exercidas referentes à remuneração baseada em ações;
- 13.9 – compreende informações necessárias para a compreensão dos subitens 13.6, 13.7 e 13.8;
- 13.10 – apresenta os planos de previdência em vigor para os executivos e o conselho de administração;
- 13.11 – evidencia os valores individuais da maior, menor e da remuneração média para os executivos, para o conselho de administração e para o conselho fiscal;
- 13.12 – compreende informações referentes a arranjos contratuais, apólices de seguros e outros instrumentos que configurem mecanismos de remuneração ou de indenização;
- 13.13 – apresenta o percentual da remuneração total de cada órgão direcionada a executivos, ao conselho de administração e ao conselho fiscal;
- 13.14 – refere-se à remuneração de executivos, conselho de administração e conselho fiscal recebida por qualquer motivo que não a função que ocupam;
- 13.15 – compreende a remuneração observada no resultado dos controladores do emissor, de sociedade sob controle comum e de controladas do emissor;
- 13.16 – envolve a divulgação de outras informações sobre remuneração consideradas relevantes. (OFÍCIO CIRCULAR – CVM, 2012).

De acordo com a CVM, empresas que negociam quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários devem publicar no Formulário de Referência, obrigatoriamente, todas as informações dispostas no item 13. Diferentemente, empresas que negociam valores mobiliários em mercados regulamentados, com exceção de ações e de certificados de depósito de ações, ou que negociam valores mobiliários conferindo ao titular o direito de adquiri-los de ações e certificados de depósitos de ações, são obrigadas a publicar os itens 13.2, 13.7 e 13.13 do Formulário (CVM, 2009).

As empresas devem obedecer a um prazo de até cinco meses contados a partir do encerramento do exercício social para entregar as informações do Formulário de Referência.

Outra norma estabelecida refere-se à entrega do Formulário, que deve ser feita anualmente. (CVM, 2009).

2.2 Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro

A remuneração é um tema normalmente abordado pela administração de Recursos Humanos. As informações sobre remuneração de executivos tornaram-se de divulgação obrigatória por força de regulamentos, como os da *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos e os da CVM no Brasil, representados, nesse caso, pelo Formulário de Referência.

De acordo com Krauter (2013), a remuneração pode ser classificada em financeira e não financeira. A remuneração financeira corresponde à contrapartida econômica ou financeira de um trabalho realizado, a qual se divide em remuneração direta e remuneração indireta (DUTRA, 2002). A primeira relaciona-se ao montante total em dinheiro recebido como contrapartida do trabalho executado, e pode ser fixa ou variável (CHIAVENATO, 2000). Esta corresponde ao valor recebido em decorrência do alcance de metas pré-determinadas entre as partes, enquanto aquela se refere à quantia paga regularmente pelo trabalho executado.

A remuneração indireta, por sua vez, é classificada como não financeira pelo fato de ocorrer sob a forma de benefícios, como seguro de vida, assistência odontológica e assistência médica (DUTRA, 2002). Ressalta-se, no entanto, que a remuneração, independentemente de sua classificação, tem como finalidade principal alinhar os objetivos da empresa com o comportamento das pessoas. (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987).

Segundo Martocchio (1998), a remuneração é o componente mais significativo do custo operacional, e além de impactar na prosperidade das estratégias do negócio, também age como uma importante ferramenta motivacional. Salienta-se, ainda, que a remuneração de executivos apresenta considerável grau de complexidade, uma vez que se direciona a profissionais de elevada concentração de poder, os quais normalmente revelam práticas de recursos humanos distintas das dos demais funcionários. (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2006).

Sendo assim, uma das formas de alinhar os interesses dos executivos (agentes) e dos acionistas (principais) é por meio do desenvolvimento de políticas de remuneração. Segundo Jensen e Murphy (1990), os executivos maximizam o valor do capital investido pelos acionistas, à medida que os sistemas de remuneração adotados lhes garantam níveis de rendimento competitivos.

O desempenho financeiro de empresas é assunto amplamente discutido nas mais diversas áreas da Administração. Apesar disso, não há um consenso sobre a melhor forma para dimensioná-lo. De acordo com Venkatraman e Ramanujam (1987), o desempenho financeiro apresenta duas dimensões bem definidas: rentabilidade e crescimento. A rentabilidade pode ser operacionalizada por indicadores como Retorno Sobre Ativos Totais (ROA), Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno Sobre Investimentos (ROI). O crescimento das vendas, por sua vez, é responsável por dimensionar o crescimento de uma organização.

A ampliação do desempenho pode ser alcançada por meio de um sistema de remuneração bem estruturado, pois, dessa forma, espera-se que esforços individuais sejam orientados para os objetivos estratégicos da organização. (GÓMEZ-MEJIA; WELBOURNE, 1988).

2.3 Estudos Anteriores

A maior parte dos estudos referentes à remuneração de executivos e sua relação com o desempenho financeiro das empresas foi realizada nos Estados Unidos, em virtude da maior facilidade no acesso às informações. No Brasil ainda são escassas as pesquisas nessa área, principalmente devido à resistência das empresas em divulgar informações de remuneração.

Krauter (2009) utilizou uma amostra de 44 empresas do setor industrial para avaliar a relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro da organização. Para o dimensionamento do desempenho foram utilizados três indicadores: ROE, crescimento das vendas e margem líquida sobre as vendas. Por conta dos resultados obtidos na análise de regressão linear, não foi constatada existência de relação significativa entre remuneração e desempenho.

Em um estudo posterior, Krauter (2012) avaliou a existência de relação entre remuneração de executivos e desempenho financeiro em uma amostra de 79 empresas, dos mais diversos setores. Os indicadores utilizados no dimensionamento do desempenho foram: ROE, ROA e crescimento das vendas. Assim como no estudo anterior, não se constatou existência de relação entre as variáveis analisadas.

Sampaio (2009), ao analisar 199 empresas brasileiras, certificou-se de que as empresas que pagam maiores valores de remuneração aos executivos são as de piores práticas de governança corporativa, e o desempenho a longo prazo revela-se pior.

Pinto (2011) observou que a concentração acionária demonstra tendência a diminuir a remuneração dos executivos, considerando uma amostra de 315 empresas com informações do ano de 2009.

Wink, Silva e Libonati (2011) analisaram os Formulários de Referência para o ano de 2009 das 10 maiores empresas de cada setor econômico listadas na BM&FBOVESPA. Através desse estudo, observaram que os executivos recebem melhor remuneração quanto à variedade de itens componentes da remuneração fixa e variável, em comparação ao conselho de administração e ao conselho fiscal.

Por fim, sabe-se que a produção científica a respeito do tema no país ainda é pequena, porém com significativa tendência de expansão. É o que revela o estudo de Dias, Barbosa Neto e Mário (2011), que analisaram entre os anos de 1999 e 2009 40 artigos publicados em 27 periódicos.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa classifica-se como descritiva e bibliográfica e utilizou o método quantitativo para analisar os dados. Foram coletados dados de remuneração da diretoria estatutária, correspondente aos executivos, das empresas listadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, bem como dados financeiros consolidados para posterior cálculo dos indicadores financeiros: Retorno Sobre Ativos Totais (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE), os quais representam, neste estudo, o desempenho financeiro das organizações. Os dados foram obtidos por meio da base de dados disponibilizada no website “Comdinheiro” (www.comdinheiro.com.br), que também é utilizado como software de análise de investimentos, e referem-se aos anos de 2015 e 2016.

3.1 Delimitação da Amostra

Para o presente estudo foram consideradas as empresas listadas no segmento de classificação denominado “Novo Mercado”, da BM&FBOVESPA, em virtude do comprometimento existente, por parte destas companhias, com a divulgação do maior número possível de informações aos *stakeholders*. O método de amostragem não probabilístico foi empregado. A amostra foi delimitada de acordo com os seguintes critérios:

- Divulgação das informações necessárias para as análises desta pesquisa – foram consideradas somente as empresas que disponibilizaram os itens 13.2 e 13.11 do Formulário de Referência, referentes à “remuneração total por órgão” e “remuneração máxima, mínima e média”, respectivamente;
- Período de exercício social para a divulgação dos dados – foram consideradas somente as empresas que apresentaram o período de exercício social compreendido entre os dias 01 de janeiro e 31 de dezembro.

De um total de 133 empresas listadas no segmento “Novo Mercado”, da BM&FBOVESPA, 74 foram consideradas para este estudo. Duas empresas foram desconsideradas por apresentarem um período de exercício social diferente do que é estabelecido como critério para esta pesquisa. Outras 27 organizações foram desprezadas por não apresentarem dados para os anos de 2015 e 2016. Além disso, 15 empresas foram desconsideradas por não possuírem dados para 2015, e outras 15 foram desprezadas por não apresentarem dados para 2016.

3.2 Coleta dos Dados

Os dados utilizados são secundários e foram obtidos através do website do software “Comdinheiro”. Por meio do Formulário de Referência, documento que deve ser divulgado anualmente pelas empresas, foram obtidos os dados de remuneração dos executivos, e através dos demonstrativos financeiros “Balanço Patrimonial” e “Demonstração de Resultado do Exercício” foram obtidos os dados financeiros para posterior cálculo dos indicadores ROA e ROE.

Os dados de remuneração correspondem ao item 13 do formulário e, para esta pesquisa, foram analisados os itens 13.2 e 13.11, os quais se referem, respectivamente, à “remuneração total por órgão” e “remuneração máxima, mínima e média”.

Para os itens referentes à remuneração dos executivos, foram considerados os seguintes dados:

- Número total de executivos;
- Remuneração fixa;
 - Salário ou pró-labore
 - Benefícios diretos e indiretos
 - Remuneração por participação em comitês
 - Outros valores fixos
- Remuneração variável;
 - Bônus
 - Participação nos resultados
 - Comissões
 - Outros valores variáveis
- Pós-emprego;
- Cessação do cargo;
- Baseada em a oes;
- Valor total da remunera o anual;
- Remunera o máxima, mínima e m dia.

Com rela o às informaçoes financeiras, foram observados os seguintes itens:

- Patrimônio líquido;
- Ativo total;
- Resultado líquido.

O período considerado para a coleta dos dados compreende os anos de 2015 e 2016. Para a tabulação e análise estatística dos mesmos foi utilizado o software Excel. Além disso, ressalta-se que foi considerado somente o órgão intitulado diretoria estatutária, tratado neste estudo como sendo os executivos.

Com relação ao desempenho financeiro das empresas, foram utilizados dois indicadores: Retorno Sobre Ativos Totais (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). O ROA mede, basicamente, a eficiência na utilização dos ativos por parte de uma organização, enquanto o ROE representa a capacidade de uma companhia de agregar valor a ela mesma, fazendo uso de seus próprios recursos (patrimônio líquido). Embora esses indicadores apresentem algumas limitações, a sua utilização possibilita a comparação dos resultados deste estudo com outras pesquisas realizadas acerca do tema.

3.3 Análise dos Dados

Após serem tabulados no software Excel, os dados foram analisados por meio de estatística descritiva – incluindo correlação de Pearson – e regressão linear múltipla. As medidas descritivas foram utilizadas para analisar a composição da remuneração dos executivos, ou seja, qual modalidade de remuneração – fixa ou variável – foi mais utilizada, e também para trazer um panorama acerca dos indicadores financeiros ROA e ROE, enquanto a correlação de Pearson foi utilizada para compreender o quanto as modalidades de remuneração relacionaram-se ao desempenho financeiro das companhias consideradas neste estudo, para o período proposto. A regressão linear múltipla, por sua vez, foi utilizada para testar a seguinte hipótese: existe relação positiva e significativa entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro alcançado pelas organizações brasileiras de capital aberto. O método dos mínimos quadrados foi usado para estimar os coeficientes no modelo de regressão.

Inicialmente, foram calculadas as medidas descritivas para todas as variáveis de remuneração – número de membros, salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, participação em comitês, outros valores fixos, total da remuneração fixa, bônus, participação nos resultados, participação em reuniões, comissões, outros valores variáveis, total da remuneração variável, pós-emprego, cessação do cargo, baseada em ações, total da remuneração, remuneração máxima, remuneração mínima e remuneração média – permitindo observar, sobretudo, a composição da remuneração. Posteriormente, a estatística descritiva foi calculada para os indicadores financeiros.

As medidas descritivas foram calculadas para cada ano e divididas conforme o tipo dos dados: dados de remuneração foram analisados separadamente dos dados financeiros. As medidas consideradas foram média, mediana, desvio-padrão, valor mínimo e valor máximo.

Em seguida, foi calculada a matriz de correlação de Pearson. O coeficiente de correlação de Pearson é utilizado para medir o grau de correlação entre duas variáveis métricas e assume valores entre -1 e 1. Se o coeficiente é igual a 1, existe correlação perfeita e positiva entre as variáveis; se o coeficiente é igual a -1, há correlação perfeita e negativa entre as variáveis; e se o coeficiente é igual a zero, significa que não existe dependência linear entre as variáveis. (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2002).

Para o cálculo da matriz de correlação, primeiramente os dados de remuneração foram tratados, utilizando-se o logaritmo natural dos valores monetários, a fim de que pudessem ser correlacionados aos índices financeiros e a variação dos valores fosse reduzida. Em seguida, as variáveis de remuneração foram organizadas em dois grupos: Remuneração Fixa – correspondente à soma de salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros valores fixos – e Remuneração Variável – correspondente à soma de bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros valores variáveis. Juntamente a esses dois grupos, foi considerada também a Remuneração Total, que inclui, além da remuneração fixa e da remuneração variável já mencionadas, remuneração pós-emprego, cessação do cargo e baseada em ações.

Para que os cálculos fossem realizados adequadamente considerando, inclusive, a quantidade de executivos que recebeu a remuneração, os valores de Remuneração Fixa, Remuneração Variável e Remuneração Total foram divididos pelo número de executivos, compreendendo desta forma valores “per capita”. Assim, foram consideradas como variáveis para a correlação a Remuneração Fixa, a Remuneração Variável e a Remuneração Total e, ainda, os indicadores ROA e ROE.

Por meio da regressão linear múltipla foi calculado o quanto as variáveis de remuneração influenciam o desempenho financeiro das empresas. Desta forma, para a regressão, foram utilizados como variáveis dependentes o ROA e o ROE, e como variáveis independentes a Remuneração Fixa, a Remuneração Variável e a Remuneração Total, atendendo às mesmas adequações realizadas para o cálculo da matriz de correlação, ou seja, utilizando-se o logaritmo natural dos valores monetários referentes à remuneração e considerando esses valores divididos pela quantidade de executivos. Salienta-se, ainda, que para cada ano foram apresentadas duas equações de regressão múltipla, referentes às duas variáveis dependentes utilizadas, ROA e ROE.

4 RESULTADOS FINAIS

4.1 Medidas Descritivas dos Dados

A descrição dos dados permite observar a composição da remuneração dos executivos das empresas consideradas, além de evidenciar quais delas apresentam os maiores e os menores valores de remuneração para o ano em análise.

Tabela 1 – Medidas descritivas das variáveis de remuneração para o ano de 2015

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Nº de membros	5,52	5,00	2,61	2,00	16,00	74
Salário ou pró-labore	R\$ 4.775.214,42	R\$ 4.313.361,52	R\$ 3.185.552,49	R\$ 0,00	R\$ 16.476.075,63	74
Benefícios diretos e indiretos	R\$ 455.012,36	R\$ 221.106,16	R\$ 745.352,16	R\$ 0,00	R\$ 5.063.394,80	74
Participação em comitês	R\$ 1.727,25	R\$ 0,00	R\$ 12.937,27	R\$ 0,00	R\$ 110.116,80	74
Outros valores fixos	R\$ 739.581,69	R\$ 596.451,80	R\$ 856.452,26	R\$ 0,00	R\$ 3.501.000,00	74
Total da remuneração fixa	R\$ 5.971.535,72	R\$ 5.643.261,00	R\$ 3.805.449,19	R\$ 0,00	R\$ 20.337.238,82	74
Bônus	R\$ 3.762.341,92	R\$ 1.826.503,50	R\$ 4.652.177,75	R\$ 0,00	R\$ 18.982.066,15	74
Participação nos resultados	R\$ 1.752.245,46	R\$ 0,00	R\$ 3.236.067,75	R\$ 0,00	R\$ 14.908.900,00	74
Participação em reuniões	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	74
Comissões	R\$ 26.394,79	R\$ 0,00	R\$ 190.828,82	R\$ 0,00	R\$ 1.610.000,00	74
Outros valores variáveis	R\$ 381.393,04	R\$ 0,00	R\$ 899.359,68	R\$ 0,00	R\$ 4.028.413,23	74
Total da remuneração variável	R\$ 5.922.375,43	R\$ 4.984.000,00	R\$ 5.333.432,50	R\$ 0,00	R\$ 24.348.169,89	74
Pós-emprego	R\$ 117.603,96	R\$ 0,00	R\$ 504.409,51	R\$ 0,00	R\$ 3.659.900,00	74
Cessação do cargo	R\$ 150.253,65	R\$ 0,00	R\$ 912.090,25	R\$ 0,00	R\$ 7.400.000,00	74
Baseada em ações	R\$ 2.974.220,49	R\$ 285.267,09	R\$ 5.781.977,84	R\$ 0,00	R\$ 32.000.000,00	74
Total da remuneração	R\$ 15.135.989,25	R\$ 12.108.791,13	R\$ 11.258.544,30	R\$ 1.800.000,00	R\$ 52.154.208,82	74
Remuneração máxima	R\$ 3.762.617,95	R\$ 2.182.963,27	R\$ 4.093.579,67	R\$ 417.420,78	R\$ 21.616.502,98	74
Remuneração mínima	R\$ 1.120.093,08	R\$ 870.306,40	R\$ 980.055,46	R\$ 10.260,00	R\$ 4.899.048,39	74
Remuneração média	R\$ 2.119.293,42	R\$ 1.634.340,00	R\$ 1.678.436,98	R\$ 200.751,85	R\$ 8.517.660,01	74

A média da remuneração total anual foi de R\$15.135.989,25, o que demonstra que as empresas de capital aberto desembolsaram, em média, este valor em 2015 com a remuneração de seus executivos. Esse montante foi distribuído para, em média, 6 executivos, aproximadamente. Importante ressaltar também, que as empresas consideradas utilizaram mais a forma de remuneração fixa, quando comparada à remuneração variável. Em média, o valor anual desembolsado com remuneração fixa foi R\$5.971.535,72, com destaque para o salário ou pró-labore.

No ano de 2015, a empresa que pagou a maior quantia de remuneração total foi a Natura Cosméticos S.A., totalizando R\$52.154.208,82, enquanto a empresa que pagou a menor quantia foi a Unicasa Indústria de Móveis S.A., com a quantia de R\$1.800.000,00. Ressalta-se, no entanto, que a primeira companhia apresentava 9 executivos no ano, enquanto a segunda contava com 3.

Todas as formas de remuneração fixa foram utilizadas pelas empresas da amostra, diferentemente do que ocorreu com a remuneração variável, pois “remuneração por participação em reuniões” não foi considerada por nenhuma delas. A empresa que pagou o maior valor de remuneração fixa (R\$20.337.238,82) foi a Localiza Rent a Car S.A., enquanto que a maior quantia paga em remuneração variável ficou com a empresa Tecnisa S.A., no total de R\$24.348.169,89. Das 74 companhias consideradas, 6 delas não utilizaram nenhuma forma de remuneração variável.

Tabela 2 – Medidas descritivas dos indicadores financeiros para o ano de 2015

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
ROA	0,02	0,04	0,12	-0,71	0,24	74
ROE	0,06	0,09	0,37	-1,37	1,83	74

A partir da tabela 2, é possível analisar a situação financeira das empresas da amostra por meio de dois indicadores: Retorno Sobre Ativos Totais (ROA) e Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE). No contexto desta pesquisa, quanto maior o índice resultante, melhor a situação financeira da empresa, no entanto é preciso analisar se um elevado índice resultou de valores negativos ou positivos. No caso de resultar de valores negativos, o índice elevado indica uma situação financeira ruim da organização.

Com um desvio-padrão de 0,12, o ROA não apresentou tanta variação de valores em relação à média, o que evidencia que a maioria das empresas obtiveram indicadores com valores próximos de 0,02. O ROE, por sua vez, apresentou maior desvio-padrão (0,37), demonstrando maiores variações dos índices das empresas com relação à média de 0,06.

A partir da amostra considerada, a empresa que apresentou o melhor valor para o indicador ROA foi a MMX Mineração e Metálicos S.A., com um índice de 0,24. O pior valor foi da empresa Ideiasnet S.A., com um índice de -0,71, valor obtido em decorrência de um resultado líquido negativo no período.

Com relação ao ROE, a empresa que evidenciou o melhor índice (0,76) foi a Smiles S.A. O pior resultado para o indicador foi da empresa Ideiasnet S.A., que obteve um índice de 1,83, em decorrência de resultado líquido e patrimônio líquido negativos no período. O segundo pior índice foi apresentado pela empresa Fertilizantes Heringer S.A., no valor de -1,37, devido ao resultado líquido negativo obtido no período.

Tabela 3 - Medidas descritivas das variáveis de remuneração para o ano de 2016

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Nº de membros	5,19	5,00	2,31	2,00	14,92	74
Salário ou pró-labore	R\$ 5.025.661,48	R\$ 4.274.340,00	R\$ 3.373.812,95	R\$ 0,00	R\$ 16.382.136,33	74
Benefícios diretos e indiretos	R\$ 418.239,06	R\$ 275.467,98	R\$ 587.620,67	R\$ 0,00	R\$ 3.420.800,00	74
Participação em comitês	R\$ 9.934,08	R\$ 0,00	R\$ 85.456,21	R\$ 0,00	R\$ 735.122,15	74
Outros valores fixos	R\$ 1.044.137,92	R\$ 732.193,08	R\$ 1.239.221,97	R\$ 0,00	R\$ 5.555.405,48	74
Total da remuneração fixa	R\$ 6.497.972,53	R\$ 5.658.355,08	R\$ 4.219.860,53	R\$ 0,00	R\$ 20.610.122,73	74
Bônus	R\$ 3.342.512,49	R\$ 1.571.754,97	R\$ 4.658.549,47	R\$ 0,00	R\$ 27.027.723,83	74
Participação nos resultados	R\$ 1.649.094,70	R\$ 0,00	R\$ 3.322.038,62	R\$ 0,00	R\$ 17.764.600,00	74
Participação em reuniões	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 0,00	74
Comissões	R\$ 25.877,30	R\$ 0,00	R\$ 222.604,93	R\$ 0,00	R\$ 1.914.920,00	74
Outros valores variáveis	R\$ 782.546,20	R\$ 0,00	R\$ 3.316.487,33	R\$ 0,00	R\$ 27.875.101,19	74
Total da remuneração variável	R\$ 5.800.030,69	R\$ 4.286.300,00	R\$ 6.447.207,65	R\$ 0,00	R\$ 36.681.773,23	74
Pós-emprego	R\$ 258.970,03	R\$ 0,00	R\$ 1.165.843,23	R\$ 0,00	R\$ 8.997.800,80	74
Cessação do cargo	R\$ 251.875,65	R\$ 0,00	R\$ 1.177.118,92	R\$ 0,00	R\$ 6.874.898,96	74
Baseada em ações	R\$ 2.631.096,51	R\$ 406.559,10	R\$ 4.203.519,98	R\$ 0,00	R\$ 17.380.264,76	74
Total da remuneração	R\$ 15.439.945,41	R\$ 11.580.091,26	R\$ 11.943.930,70	R\$ 1.435.846,09	R\$ 56.401.651,20	74
Remuneração máxima	R\$ 4.233.830,51	R\$ 2.410.500,00	R\$ 4.810.381,44	R\$ 536.069,00	R\$ 27.166.121,90	74
Remuneração mínima	R\$ 1.246.094,98	R\$ 963.737,84	R\$ 1.235.989,75	R\$ 11.117,00	R\$ 7.080.398,00	74
Remuneração média	R\$ 2.438.164,05	R\$ 1.873.255,86	R\$ 2.254.559,30	R\$ 378.109,44	R\$ 15.524.778,45	74

Para o ano de 2016, a remuneração total assumiu uma média de R\$15.439.945,41. Este total foi distribuído para, em média, 5 executivos. O valor desembolsado com remuneração fixa (R\$6.497.972,53) foi novamente superior ao total pago em remuneração variável (R\$5.800.030,69). Destaque, mais uma vez, para salário ou pró-labore, que totalizou R\$5.025.661,48.

Em 2016, no que se refere à remuneração total, Hypermarchas S.A. foi a empresa que pagou a maior quantia de remuneração total a seus executivos, somando R\$56.401.651,20, enquanto a CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A. desembolsou R\$1.435.846,09, menor valor dentre as empresas da amostra.

A empresa que pagou o maior valor de remuneração fixa (R\$20.610.122,73) foi a Localiza Rent a Car S.A. Por outro lado, a empresa Porto Seguro S.A. apresentou o menor valor pago referente à remuneração fixa, constando no Formulário de Referência o valor R\$0,00. Para os itens de remuneração máxima, mínima e média, a empresa registrou valores consideráveis, no entanto não explicou o motivo de não constar nenhum tipo de remuneração fixa para seus executivos. Estes receberam, segundo o formulário, um total de R\$8.000.000,00, classificado como “remuneração por participação nos resultados”.

A maior quantia paga em remuneração variável foi da empresa Hypermarchas S.A., totalizando R\$36.681.773,23. Para outras empresas a remuneração variável nem chegou a ser utilizada. Das 74 companhias consideradas, 10 delas não utilizaram nenhuma forma de remuneração variável.

Tabela 4 – Medidas descritivas dos indicadores financeiros para o ano de 2016

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
ROA	0,04	0,02	0,34	-1,17	2,22	74
ROE	-0,09	0,07	1,02	-8,02	1,59	74

Em 2016, a condição financeira das empresas também foi analisada por meio dos indicadores ROA e ROE. Os desvios-padrão obtidos indicam maior variação dos valores com relação à média.

A tabela 4 evidencia desvio-padrão mais significativo especialmente para o indicador ROE. Um dos fatores responsáveis pela considerável variação foi o elevado índice obtido por algumas empresas. O maior índice para o ROE foi de 0,86, da empresa Smiles S.A., enquanto o pior índice foi obtido pela empresa PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, com um valor de 1,59, como consequência de resultado líquido e patrimônio líquido negativos. O segundo pior resultado foi da empresa Ideiasnet S.A., com um índice de -8,02, devido ao patrimônio líquido negativo obtido no período.

Diferentemente do observado para o ROE, o desvio-padrão do ROA (0,34) foi bem inferior, indicando menor variação dos valores com relação à média. O melhor índice (2,22) foi da empresa MMX Mineração e Metálicos S.A., enquanto o pior índice foi obtido pela PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, no valor de -1,17.

4.2 Correlação dos Dados

O coeficiente de correlação de Pearson foi calculado para identificar o grau de correlação entre duas variáveis métricas, assumindo valores entre -1 e 1. Para descrever os resultados obtidos, em cada ano, considerou-se a seguinte escala referente ao coeficiente de correlação: valores até 0,3 representando fraca correlação; valores acima de 0,7 indicando forte correlação e valores entre 0,3 e 0,7 correspondendo à moderada correlação.

Para o cálculo dos coeficientes de correlação, os valores referentes às variáveis de remuneração somente foram utilizados após a obtenção de seus respectivos logaritmos naturais, método adotado para tratamento dos dados com o objetivo de reduzir a variação entre os valores correspondentes à remuneração e os indicadores representativos do desempenho financeiro.

Tabela 5 – Matriz de Correlação de Pearson – Dados de 2015

	Remuneração Fixa	Remuneração Variável	Remuneração Total	ROA	ROE
Remuneração Fixa	1,00				
Remuneração Variável	0,27	1,00			
Remuneração Total	0,09	0,54	1,00		
ROA	0,14	0,15	0,09	1,00	
ROE	0,14	0,14	-0,06	0,05	1,00

A partir da tabela 5, nota-se que a maioria dos índices de correlação entre as variáveis que representam o desempenho financeiro (ROA e ROE) e as variáveis que representam a remuneração dos executivos (Remuneração Fixa, Remuneração Variável e Remuneração Total) indicaram fraca correlação, uma vez que os valores resultantes apresentaram-se mais próximos de zero.

Os resultados evidenciaram correlação positiva e fraca entre o ROA e a Remuneração Fixa, entre o ROA e a Remuneração Variável e entre o ROA e a Remuneração Total. Em relação ao ROE, os resultados indicaram correlação positiva e fraca com a Remuneração Fixa e com a Remuneração Variável e correlação negativa e fraca com a Remuneração Total.

A correlação entre as variáveis de remuneração apresentou-se como positiva e fraca entre a Remuneração Variável e a Remuneração Fixa, correlação positiva e fraca entre Remuneração Total e Remuneração Fixa, e correlação positiva e moderada entre Remuneração Total e Remuneração Variável. O coeficiente resultante entre o ROE e o ROA evidenciou correlação positiva e fraca, no valor de 0,05.

Tabela 6 – Matriz de Correlação de Pearson – Dados de 2016

	Remuneração Fixa	Remuneração Variável	Remuneração Total	ROA	ROE
Remuneração Fixa	1,00				
Remuneração Variável	0,22	1,00			
Remuneração Total	0,26	0,63	1,00		
ROA	0,01	0,09	-0,03	1,00	
ROE	0,03	0,01	0,20	-0,46	1,00

Os coeficientes de correlação entre os indicadores ROA e ROE e as variáveis de remuneração apresentaram-se como fracos para o ano de 2016. O ROA e a Remuneração Fixa e o ROA e a Remuneração Variável apresentaram-se positivamente correlacionados, enquanto o coeficiente entre ROA e Remuneração Total indicou correlação negativa. Referente ao ROE, a correlação com a Remuneração Fixa, a Remuneração Variável e a Remuneração Total

demonstrou-se positiva. É válido ressaltar que o coeficiente de correlação entre o ROE e o ROA apresentou-se como negativo e moderado para este ano.

Quanto às variáveis de remuneração, todas apresentaram correlações positivas. Apenas Remuneração Total e Remuneração Variável evidenciaram moderada correlação. Para as outras variáveis, os coeficientes indicaram correlações fracas.

4.3 Regressão Múltipla

A análise de regressão linear múltipla foi utilizada para testar a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias consideradas neste estudo. Os valores correspondentes às variáveis de remuneração foram utilizados somente após os cálculos de seus respectivos logaritmos naturais, a fim de diminuir a variação dos valores quando utilizados com os índices de desempenho financeiro.

As regressões foram desenvolvidas considerando-se “Remuneração Fixa”, “Remuneração Variável” e “Remuneração Total”, conforme adequações às quantidades de executivos das empresas, como variáveis independentes, e as variáveis de desempenho, ROA e ROE, alternadamente, como variáveis dependentes. Para todos os cálculos utilizou-se um nível de confiança de 95%.

O modelo geral foi definido como:

$$DF = \beta_0 + \beta_1(RF)_i + \beta_2 (RV)_i + \beta_3 (RT)_i + \mu_i$$

Em que: DF representa as variáveis de desempenho financeiro; i corresponde à i -ésima empresa; μ representa o erro aleatório em DF para a observação i . A seguir, são apresentados os resultados obtidos para as regressões múltiplas, estimadas pelo método dos mínimos quadrados, que foram calculadas para cada ano – 2015 e 2016.

Para o ano de 2015, a regressão múltipla calculada, tendo o ROA como variável representativa do desempenho financeiro, apresentou a seguinte equação resultante:

$$ROA = -0,155 + 0,006*RF + 0,003*RV + 0,004*RT$$

A equação de regressão múltipla acima apresentou o valor 0,81 para o teste F – utilizado para verificar se há relação significativa entre a variável dependente e o conjunto de todas as variáveis independentes –, com um F de significação de 0,49. Considerando-se o nível de significância igual a 0,05, nota-se que o valor- p do teste foi superior à $\alpha = 0,05$, resultando em

não rejeição da hipótese nula, ou seja, não existe relação significativa entre o ROA e as variáveis independentes.

Tabela 7 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROA para 2015

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	Valor-p
Interseção	-0,155	0,331	-0,469	0,640
Remuneração Fixa	0,006	0,007	0,903	0,370
Remuneração Variável	0,003	0,004	0,739	0,462
Remuneração Total	0,004	0,023	0,161	0,873

O teste *t* é utilizado para identificar, individualmente, se cada variável independente é significativa. O valor-*p* apresentado por cada variável é comparado ao nível de significância de 0,05 e, sendo inferior, a hipótese nula é rejeitada, indicando significância estatística da variável para o modelo.

A partir dos valores apresentados na tabela 7, nota-se que nenhuma das variáveis foi estatisticamente significativa para o modelo.

Ainda para o ano de 2015, a regressão múltipla também foi calculada considerando-se o ROE como variável representativa do desempenho financeiro, e a seguinte equação foi obtida:

$$\text{ROE} = 0,918 + 0,015 \cdot \text{RF} + 0,019 \cdot \text{RV} - 0,089 \cdot \text{RT}$$

Com relação à significância total da regressão, o valor correspondente ao teste *F* foi de 1,29, e o *F de significação* foi igual a 0,28. Comparando-se ao nível de significância de 0,05, o valor-*p* do teste foi superior, resultando em não rejeição da hipótese nula, ou seja, não existe relação significativa entre o ROE e as variáveis independentes.

Tabela 8 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROE para 2015

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	Valor-p
Interseção	0,918	0,976	0,941	0,350
Remuneração Fixa	0,015	0,019	0,774	0,442
Remuneração Variável	0,019	0,013	1,477	0,144
Remuneração Total	-0,089	0,069	-1,287	0,202

O teste *t* das variáveis independentes, como demonstrado na tabela 8, revelou que as variáveis não apresentaram significância estatística para a regressão, pois os valores-*p* foram superiores a 0,05, valor que representa o nível de significância.

Considerando o ano de 2016, a regressão múltipla foi calculada, inicialmente, tendo o ROA como variável dependente. A equação resultante foi a seguinte:

$$\text{ROA} = 0,928 + 0,001*\text{RF} + 0,012*\text{RV} - 0,071*\text{RT}$$

O teste *F* para significância total foi de 0,50, com um *F de significação* de 0,69, indicando não rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 0,05. Portanto não existe relação significativa entre o ROA e as variáveis independentes.

Tabela 9 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROA para 2016

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	Valor-p
Interseção	0,928	1,012	0,917	0,362
Remuneração Fixa	0,001	0,018	0,033	0,974
Remuneração Variável	0,012	0,010	1,183	0,241
Remuneração Total	-0,071	0,075	-0,947	0,347

Conforme evidenciado na tabela 9, as variáveis não apresentaram significância estatística para a regressão, pois os valores-*p* foram superiores a 0,05, valor que representa o nível de significância.

Utilizando-se o ROE como variável dependente para o ano de 2013, o resultado da regressão múltipla foi a seguinte equação:

$$\text{ROE} = -6,426 - 0,005*\text{RF} - 0,039*\text{RV} + 0,467*\text{RT}$$

A estatística teste para o teste *F* foi de 1,59, enquanto o *F de significação* foi de 0,20. Para o nível de significância de 0,05, o valor-*p* do teste F foi superior, indicando não rejeição da hipótese nula. Assim, não existe relação significativa entre o ROE e as variáveis independentes.

Tabela 10 – Estatísticas de regressão das variáveis independentes – DF = ROE para 2016

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	Valor-p
Interseção	-6,426	2,926	-2,196	0,031
Remuneração Fixa	-0,005	0,052	-0,095	0,924
Remuneração Variável	-0,039	0,030	-1,309	0,195
Remuneração Total	0,467	0,216	2,165	0,034

De acordo com os valores evidenciados na tabela 10 para o teste t , nota-se que nenhuma das variáveis independentes foram significantes para o modelo.

5 ANÁLISES

As medidas descritivas dos dados de 2015 e 2016 indicaram que, do total pago anualmente aos executivos, a modalidade de remuneração fixa foi a predominante, sendo o “salário ou pró-labore” o item que apresentou valores mais significativos. A modalidade de remuneração variável, por sua vez, demonstrou nos “bônus” sua maior representatividade.

As medidas descritivas também mostraram que algumas empresas não utilizaram nenhuma forma de remuneração variável para o pagamento dos executivos. Em 2015, das 74 empresas consideradas na amostra, 6 não apresentaram nenhum tipo de remuneração variável, enquanto que em 2016 este número foi de 10 empresas. Além disso, dentre os itens disponíveis na modalidade de remuneração variável, um deles não foi utilizado por nenhuma empresa da amostra: remuneração por participação em reuniões.

Ainda sobre os dados de remuneração, é necessário destacar que um número expressivo de empresas não divulgou os dados necessários e por vezes apresentou números inconsistentes.

As matrizes de correlação de Pearson indicaram correlações positivas e fracas entre as variáveis Remuneração Fixa e Remuneração Variável e Remuneração Fixa e Remuneração Total. Houve correlação positiva e moderada apenas entre a Remuneração Total e a Remuneração Variável. Para os indicadores ROA e ROE, os resultados da correlação foram divergentes de um ano para o outro, portanto nada se pode afirmar sobre a significância destes. Quanto às correlações entre as variáveis de desempenho financeiro e as variáveis de remuneração, todos os coeficientes obtidos evidenciaram fraca correlação.

Das quatro equações de regressão múltipla calculadas, nenhuma evidenciou a existência de relação significativa entre o desempenho financeiro e a remuneração dos executivos. Para todos os testes houve não rejeição da hipótese nula. Portanto, não existe relação positiva e significativa entre os indicadores ROA e ROE e as variáveis de remuneração.

Os resultados obtidos com a correlação de Pearson e a regressão múltipla evidenciaram, para o contexto das empresas brasileiras de capital aberto, a não existência de relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. Esse resultado corrobora com resultados de estudos anteriores, como o de Krauter (2009) e Krauter (2012).

6 CONCLUSÕES FINAIS

As discussões recentes referentes à governança corporativa e à transparência de informações divulgadas pelas empresas envolvem, sobretudo, a política de remuneração de executivos, considerada item crucial neste contexto. Escândalos financeiros ocorridos em grandes corporações, como Enron e WorldCom, indicaram falhas na remuneração praticada aos executivos, caracterizada como excessiva quando comparada ao desempenho financeiro alcançado por estas organizações.

A criação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002, nos Estados Unidos, e da Instrução Normativa 480 em 2009, no Brasil, evidenciaram a relevância da questão e a necessidade de maior comprometimento com informações transparentes. Com a instituição da Instrução Normativa 480/09, as empresas brasileiras de capital aberto tornaram-se obrigadas a publicar o Formulário de Referência, documento eletrônico que contém as informações exigidas pelo Anexo 24 da Instrução Normativa mencionada. O item 13 desse formulário é destinado à apresentação das informações sobre a remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária – tratada neste estudo como sendo os executivos – e do conselho fiscal.

Os estudos sobre remuneração de executivos e desempenho financeiro possuem como abordagem principal a teoria da agência (CONYON, 2006). Segundo a teoria, o principal (acionista) contrata um agente (executivo) para realizar uma tarefa em seu favor, delegando autoridade para a tomada de decisão. Se as partes – principal e agente – agirem de modo a maximizar sua utilidade pessoal, há razões para acreditar que o agente nem sempre agirá conforme os melhores interesses do principal. (JENSEN; MECKLING, 1976 apud KRAUTER, 2013, p.260).

De acordo com Krauter (2013), a remuneração pode ser classificada em financeira e não financeira. A remuneração financeira refere-se à contrapartida econômica ou financeira de um trabalho realizado e é dividida em remuneração direta e remuneração indireta (DUTRA, 2002). A primeira relaciona-se ao montante total em dinheiro recebido como contrapartida do trabalho executado, e pode ser fixa ou variável (CHIAVENATO, 2000). Esta corresponde ao valor recebido em decorrência do alcance de metas pré-determinadas entre as partes, enquanto aquela se refere à quantia paga regularmente pelo trabalho executado.

A remuneração indireta por sua vez, é classificada como não financeira pelo fato de ocorrer sob a forma de benefícios, como seguro de vida, assistência odontológica e assistência médica (DUTRA, 2002). É importante destacar, no entanto, que a remuneração,

independentemente de sua classificação, tem como finalidade principal alinhar os objetivos da empresa com o comportamento das pessoas. (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987).

Nesse contexto, o principal objetivo deste estudo foi investigar a existência de relação entre a remuneração praticada aos executivos e o desempenho financeiro alcançado pelas empresas de capital aberto no país, considerando-se especificamente as organizações listadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, para o período que compreende os anos de 2015 e 2016. Adicionalmente, buscou-se analisar a composição atual da remuneração dos executivos, ou seja, identificar qual modalidade de remuneração – fixa ou variável – foi mais utilizada, e o quanto estas modalidades relacionaram-se ao desempenho financeiro das companhias, para o período considerado.

A amostra é composta por 74 empresas e o método de amostragem não probabilístico foi empregado. Os dados utilizados são secundários e foram obtidos com base no Formulário de Referência através do website do software “Comdinheiro”. Os dados de remuneração correspondem ao item 13 do formulário e, para este estudo, foram analisados os itens 13.2 e 13.11, os quais se referem, respectivamente, à “remuneração total por órgão” e “remuneração máxima, mínima e média”. Os dados financeiros foram obtidos com base nos demonstrativos financeiros consolidados (balanço patrimonial e demonstração de resultado do exercício), através do website do software “Comdinheiro”.

Os dados foram analisados por meio de estatística descritiva – média, mediana, desvio-padrão, mínimo, máximo e correlação de Pearson – e regressão linear múltipla. As medidas descritivas foram utilizadas para analisar a composição da remuneração dos executivos e evidenciar um panorama dos indicadores financeiros ROA e ROE. A correlação de Pearson foi calculada para compreender o quanto as modalidades de remuneração – fixa e variável – relacionaram-se ao desempenho financeiro das empresas. A regressão linear múltipla foi utilizada para testar a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das companhias brasileiras de capital aberto.

As medidas descritivas foram calculadas para todas as variáveis de remuneração e também para os indicadores financeiros. Para o cálculo da matriz de correlação de Pearson e da regressão múltipla, as variáveis de remuneração foram organizadas em dois grupos: Remuneração Fixa – correspondente à soma de salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros valores fixos – e Remuneração Variável – correspondente à soma de bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros valores variáveis. Juntamente a estes dois grupos, considerou-se também a Remuneração Total, que inclui, além da remuneração fixa e da

remuneração variável já citadas, remuneração pós-emprego, cessação do cargo e baseada em ações.

Além disso, após o tratamento dos dados de remuneração por meio de logaritmo natural, os valores referentes à Remuneração Fixa, Remuneração Variável e à Remuneração Total foram divididos pelo número de executivos, compreendendo desta forma valores “per capita”. Assim, foram consideradas como variáveis para a correlação a Remuneração Fixa, a Remuneração Variável e a Remuneração Total e, ainda, os indicadores ROA e ROE. Para a regressão múltipla, foram considerados como variáveis dependentes o ROA e o ROE, e como variáveis independentes a Remuneração Fixa, a Remuneração Variável e a Remuneração Total. O método dos mínimos quadrados foi utilizado para estimar os parâmetros do modelo de regressão múltipla.

Com relação à composição da remuneração, as medidas descritivas indicaram que a modalidade de remuneração fixa foi a mais empregada pelas companhias, com destaque para o item “salário ou pró-labore”. A modalidade de remuneração variável demonstrou nos “bônus” sua maior representatividade.

As medidas descritivas também evidenciaram que algumas empresas não utilizaram nenhuma forma de remuneração variável para o pagamento dos executivos. Das 74 empresas que constituem a amostra, 6 não apresentaram nenhum tipo de remuneração variável em 2015, enquanto que em 2016 foram 10 empresas. Além disso, dentre os itens disponíveis na modalidade de remuneração variável, um deles não foi utilizado por nenhuma empresa da amostra: remuneração por participação em reuniões.

Outro importante aspecto evidenciado foi que um número expressivo de empresas não divulgou os dados necessários e por vezes apresentou números inconsistentes.

Os coeficientes de correlação de Pearson revelaram correlações positivas e fracas entre as variáveis Remuneração Fixa e Remuneração Variável e Remuneração Fixa e Remuneração Total. Houve correlação positiva e moderada apenas entre a Remuneração Total e a Remuneração Variável. Para os indicadores ROA e ROE, os resultados da correlação foram divergentes de um ano para o outro, portanto nada se pode afirmar sobre a significância destes. Quanto aos coeficientes obtidos para as variáveis de desempenho financeiro e as variáveis de remuneração, todos evidenciaram fraca correlação.

A partir do modelo geral definido, foram calculadas quatro equações de regressão múltipla. Nenhuma delas evidenciou a existência de relação significativa entre o desempenho financeiro e a remuneração dos executivos. Para todos os testes houve não rejeição da hipótese nula.

Os resultados obtidos, por meio das análises mencionadas, evidenciaram, para o contexto das empresas brasileiras de capital aberto, a não existência de relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. Esse resultado corrobora com resultados de estudos anteriores, como o de Krauter (2009) e Krauter (2012).

Algumas limitações podem ser destacadas sobre este estudo, como a utilização do método não probabilístico de amostragem, que impede a generalização dos resultados obtidos para a população e a utilização de informações contábeis para representar o desempenho financeiro, pois se sabe que estas são passíveis de distorções.

As contribuições deste estudo referem-se à ampliação do conhecimento sobre o tema, que envolve a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das organizações e o estudo desta relação no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. Além disso, com os resultados obtidos nesta pesquisa, novos estudos podem ser realizados, considerando-se outras variáveis juntamente com as de remuneração, para verificar se há impacto sobre o desempenho financeiro das companhias brasileiras de capital aberto.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABELSON, R. **Business: Enron board comes under a storm of criticism**. The New York Times, December 16, 2001. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2001/12/16/business/business-enron-board-comes-under-a-storm-of-criticism.html?pagewanted=all>>. Acesso em: 18 dez 2014.
- ANDERSON, R. D.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, A. T. **Estatística aplicada à administração e economia**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- BÁLKIN, D. B.; GÓMEZ-MEJIA, L. R. Toward a contingency theory of compensation strategy. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 2, 1987.
- BARKEMA, H. G.; GÓMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. **The Academy of Management Journal**, v. 41, 1998.
- CHIAVENATO, I. **Recursos Humanos**. São Paulo: Atlas, 2000.
- CODIM. **Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado**. Disponível em: <http://www.codim.org.br/downloads/Instrucoes_Preparativas_Formulario_Audiencia_Publica.pdf>. Acesso em 18 dez. 2014.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 18 dez 2014.
- CONYON, M. J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, p. 25-40, 2006.
- DIAS, W. O.; NETO, B. J. E.; MÁRIO, P. C. **Política de remuneração no contexto organizacional: um estudo da produção científica nos periódicos brasileiros**. Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – ANPCONT. Vitória: 2011.
- DUTRA, J. S. **Gestão de pessoas**. São Paulo: Atlas, 2002.
- GÓMEZ-MEJIA, L. R.; WELBOURNE, T. M. Compensation strategy: an overview and future steps. **HR Human Resource Planning**, 1988.
- HANASHIRO, D. M. **Gestão do fator humano: uma visão baseada em stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2007.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, p. 225-264, Chicago, 1990.
- KATO, T.; KIM, W.; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. **SSRN**. 2005. Recuperado em 20 janeiro, 2015, de <http://ssrn.com/abstract=548921>.

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

KRAUTER, E. Executive compensation and financial performance in Brazilian companies. **SSRN**. Recuperado em 20 janeiro, 2015, de <http://ssrn.com/abstract=217104>. 2012.

KRAUTER, E. **Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras**. Brasília: REPeC, 2013. v. 7, n. 3, p. 259-273.

LARRATE, M. **Governança corporativa e remuneração dos gestores**. São Paulo: Atlas, 2013.

MARTOCCHIO, J. J. **Strategic compensation: a human resource management approach**. New Jersey: Prentice-Hall, 1998.

MORLEY, M. **Sarbanes-Oxley Simplified**. 2 Ed. Revisada para o Kindle. Toronto: Nixon-Carre, 2011.

OFÍCIO CIRCULAR. **Orientações gerais sobre a elaboração do Formulário de Referência**. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Oficio_Circular_SEP_n_03-12_%20Formulario_de_Referencia.pdf>. Acesso em 10 dez. 2014.

OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Comitês Especializados, Profissionais de Recursos Humanos e Consultores. **A quem cabe a gestão de pessoas da alta administração?** ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. Salvador: ANPAD, 2006.

PINTO, M. B. **Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras**. Dissertação (Mestrado) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, 2011.

RADEBAUGH, L.; GRAY, S. J.; BLACK, E. L. **International accounting and multinational enterprises**, John Willey & Sons, 2006.

SAMPAIO, M. N. L. **Governança corporativa e remuneração de executivos no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Y. **Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas**. Rev. Bras. Finanças, 2013, 11(4), p. 481-502.

VASSOLER, S. **Relação entre a remuneração de executivos e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto**. Vitória, ES, 2011. Dissertação (Mestrado) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (Fucape), 2011.

VENKATRAMAN, N. RAMANUJAM, V. Measurement of business economic performance: an examination of method convergence. **Journal of Management**, 1987, p. 109-122.

WEARING, R. **Cases in Corporate Governance**. Longres: SAGE, 2005.

WINK, P. K. S.; SILVA, S. M.; LIBONATI, J. J. Remuneração dos conselhos de administração, executivo e fiscal - uma análise nas 10 maiores empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa. **ReCont: Registro Contábil**, 2011.