

Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA

**DESEMPENHO E REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DE EXECUTIVOS DE
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Rafael Borges de Figueiredo

Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a relação entre a remuneração variável dos diretores executivos e o desempenho que será medido em termos econômico e contábil de empresas brasileiras de capital aberto. Com a edição em 2002 da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), nos EUA aumentou a cobrança por práticas mais rigorosas de Governança Corporativa em empresas que negociam suas ações nos EUA. Após a crise financeira de 2007/2008, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu em 2009 a Instrução CVM nº 480, que trouxe mais transparência às informações publicadas pelas empresas brasileiras. Com uma amostra final de 27 empresas listadas na CVM e a utilização de dados primários e secundários, analisou-se para o período de 2010 a 2012, por meio de Regressões Lineares Múltiplas, a relação esperada entre a remuneração variável e o desempenho. Concluiu-se que não há relação significativa entre a remuneração variável e o desempenho econômico e contábil, mas há relação significativa com o tamanho das empresas.

Palavras-chaves: Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Contábil, *Sarbanes-Oxley*, Governança Corporativa, Instrução CVM nº 480.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the expected relationship between Economic Performance: performance is computed both in economic and accounting terms of the Brazilian publicly traded companies. After enactment in 2002 of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) in the U.S. demand by more stringent practices of corporate governance in public companies has increased. After the financial crisis of 2007/2008, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) issued in 2009 CVM Instruction 480, which brought out greater transparency to information published by Brazilian companies. With a final sample of 27 companies listed on the CVM and the use of primary and secondary data, it was analyzed for the period 2010-2012, through Multiple Linear Regressions, the expected relationship performance. It was concluded that there is no noteworthy relationship between executive variable compensation and performance, but there is a significant relationship with the size of Brazilian companies.

Keywords: Executive Compensation, Economic and Accounting Performance, Sarbanes-Oxley, Corporate Governance, CVM Instruction 480.

1. INTRODUÇÃO

A crise econômica de 2007/2008 levou alguns analistas a apontarem a falta de regulação como motivo da crise, a qual seria explicada pela desregulação do mercado que nos Estados Unidos encontrou argumento na teoria neoclássica – dominante entre 1870 a 1930 – até ser substituída pela teoria macroeconômica keynesiana que dominou até meados de 1970, com o contraponto em economistas como: Milton Friedman, James Buchanam, Mancur Olson, e outros. Estes analistas concluem que a solução é a “re-regulamentação” por parte do Estado e a volta a políticas keynesianas e desenvolvimentistas. Posicionamentos defendidos por economistas como Luiz Carlos Bresser-Pereira:

“O capitalismo encabeçado pelo setor financeiro desmontou instituições e esqueceu as teorias econômicas aprendidas após a Grande Depressão da década de 1930; desregulou irresponsavelmente os mercados financeiros e banuiu as ideias keynesianas e desenvolvimentistas. Agora, os países irão dedicar-se a uma nova regulação dos mercados” (BRESSER-PEREIRA, 2010 p. 69).

Em 2002, após os escândalos contábeis envolvendo grandes empresas como a *Enron* e *Worldcom*, foi promulgada nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), uma das maiores medidas de regulamentação do mercado de capitais norte americano. A manipulação de dados e informações que compunham os relatórios financeiros e influenciavam o mercado por parte dos diretores executivos das empresas relacionadas nos escândalos expôs a fragilidade dos sistemas financeiros e contábeis. Estes fatos levaram à exigência de uma revisão dos padrões de governança corporativa que afetam diretamente as regulamentações financeiras. A SOX trouxe, por exemplo, a obrigatoriedade de o Diretor-Executivo (CEO) e de o Diretor Financeiro (CFO) terem de assinar as demonstrações financeiras tornando-se corresponsáveis pela veracidade das demonstrações financeiras. Essas medidas tornaram possível a punição dos responsáveis, conforme a Lei, em caso de fraudes.

As altas remunerações dos executivos são matéria de estudo da Teoria da Agência que visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias de informação, os riscos e outros problemas pertinentes à relação proprietários-agentes executivos (JENSEN; MECKLING, 1976). O instrumental para gerir essa relação entre proprietários e administradores das empresas é conhecido como Governança Corporativa, que “é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.” (IBGC, 2009).

Qualquer que seja o critério para remunerar os gestores eles irão criar condições, por conta do racionalismo econômico, para poder melhorar o índice no qual serão avaliados, pois receberão a remuneração com base neste índice. Entre as variáveis que, segundo os analistas faltavam regulação, se encontrava a falta de divulgação da remuneração paga aos administradores das empresas. Com o advento da SOX em 2002 que criou o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) nos EUA, e a ocorrência da crise de 2007/2008, acentuou-se a pressão para que se regulassem os mercados de capitais e que informações a respeito da remuneração dos executivos fossem expostas. Tal cenário desencadeou em certas medidas. No caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Instrução CVM Nº 480, de 7 de dezembro de 2009, a qual dispõe em seu preâmbulo: “sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de

valores mobiliários”, e, traz em seu anexo 24 o conteúdo do Formulário de Referência que detalha informações que devem ser apresentadas pelas empresas listadas na CVM, como a remuneração fixa e variável paga aos seus administradores.

Anteriormente à crise já era possível encontrar – predominantemente nos Estados Unidos – pesquisas sobre a relação entre remuneração e desempenho. Parte dessas pesquisas usou a remuneração total recebida em dinheiro na variável remuneração e indicadores financeiros para medir o desempenho das empresas em questão. Essas pesquisas encontraram a existência de relação entre remuneração e desempenho financeiro, como, por exemplo, em “*Executive compensation structure, ownership, and firm performance*” (MEHRAN, 1994).

Espera-se que no caso brasileiro, haja relação entre a Remuneração Variável (RV) e o Desempenho, tanto contábil como econômico, pois a essência da remuneração variável é premiar o executivo pela melhoria do desempenho que ele conseguir obter para a empresa que dirige.

O objetivo deste trabalho é investigar a existência de relação entre a RV dos administradores e o desempenho das empresas, tanto contábil como econômico, e trazer novas informações ao conhecimento existente sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Para cumprir o objetivo será feita análise estatística por meio de regressão linear múltipla da remuneração variável contra as variáveis de desempenho dentro de uma amostra de empresas e cobrindo o período de 2010 a 2012.

A ausência de estudos pós-crise, principalmente no Brasil, sobre as relações entre as remunerações recebidas pelos administradores e o desempenho financeiro das empresas justifica a realização desta pesquisa.

O trabalho está organizado além desta Introdução, em: seção 2, apresenta os fundamentos teóricos e a revisão da literatura pertinente; seção 3, detalha a metodologia utilizada para realizar a pesquisa; seção 4, analisa os resultados encontrados; e, por fim, a seção 5 traz as considerações finais e discussão dos resultados; as referências consultadas são apresentadas ao final do trabalho.

2. FUNDAMENTOS E REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Assimetria da Informação

A contabilidade tem como função principal o processamento de informações das entidades para que seus usuários possam tomar decisões confiáveis e corretas, a fim de que melhorem a qualidade dos negócios, e, conseqüentemente, ajudar em suas atividades. Segundo Iudícibus, Martins, Gelbcke e Santos (2006):

“A contabilidade é, objetivamente, um sistema de informação e avaliação destinado a promover seus usuários com demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade, com relação à entidade objeto de contabilização” (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE E SANTOS, 2006. p. 48).

Quando uma das partes envolvidas num evento econômico possui uma informação diferente das outras, esta é denominada *informação assimétrica* (Niyama; Silva, 2011).

Por conseguinte, quando há informação assimétrica entre proprietários e administradores as negociações econômicas adquirem certo viés para quem detém a informação privilegiada, tal ocorrência pode desencadear conflitos graves que geram desconfiança por parte dos proprietários a respeito dos administradores contratados. As demonstrações financeiras devem ser fidedignas para que diminua a influência da assimetria de informação entre a empresa e usuários, melhorando, assim, a qualidade dos negócios.

2.2. Teoria da Agência

Com a abertura e pulverização do capital das empresas para muitos proprietários, ou melhor, acionistas, surge a necessidade de se analisar as relações entre os participantes de determinados sistemas em que a propriedade e o controle são designados e executados por pessoas diferentes. Como os interesses entre os indivíduos desse sistema podem ser conflitantes a Teoria da Agência se torna a base teórica para essa análise. Segundo Mendes:

“Teoria da Agência apresenta-se como um arcabouço teórico voltado para análise das relações entre participantes de sistemas em que a propriedade e o controle de capital são destinados a figuras distintas, dando espaço à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre os indivíduos” (MENDES, 2001).

Portanto, a Teoria da Agência é o que estuda a Governança Corporativa das empresas de capital aberto e suas implicações decorrentes da relação entre proprietário e administrador.

2.3. Governança Corporativa

Ao se tratar da Governança Corporativa das empresas, que significa o sistema pelo qual o proprietário ou os acionistas controlam a sua empresa, Monteiro define da seguinte forma: “Governança Corporativa é o conjunto de práticas adotadas na gestão de uma empresa que afetam as relações entre acionistas (majoritários e minoritários), diretoria e conselho de administração” (MONTEIRO. 2003).

Dentre os princípios de Governança Corporativa, considerados como básicos pelo IBGC, encontra-se, por exemplo: transparência, para que não haja desconfiança por parte dos investidores e dos futuros investidores; equidade, para que todos os investidores sejam tratados de forma justa. Essas práticas geram um clima de confiança entre investidores e gestores, além de viabilizar a captação de financiamento no mercado de capitais.

É possível compreender Governança, em si, como o conjunto de crenças e valores – altos ou baixos – que estão por trás da prática dos atos de dirigentes ou de pessoas individuais. Estes valores anteriores à decisão é que formam a chamada governança, a qual pode ser utilizada para controlar a gestão. Em termos individuais, a governança são os próprios valores que se tem por trás dos atos que se pratica. Em uma empresa o gestor tem sua própria governança, a governança individual, e os valores corporativos, governança corporativa, que estão acima dele e que controlam os seus atos. Por correr o risco de o gestor ter uma fraca governança individual, que pode levá-lo a praticar atos lesivos para com a empresa, o proprietário – representando pelo conselho de administração – implanta um mecanismo de vigilância (*surveillance*) para reduzir o risco de o gestor agir fora das crenças e valores da empresa.

2.4. Lei Sarbanes-Oxley

A Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) foi assinada em 30 de julho de 2002 pelo senador Paul Sarbanes (Democrata), pelo deputado Michael Oxley (Republicano) e sancionada pelo

Presidente George W. Bush. A SOX foi uma resposta aos escândalos contábeis que envolveram grandes empresas como a *Enron* e a *Worldcom*, e que abalaram a confiança do mercado. Com a imposição de regras severas de governança a SOX atinge toda a administração das empresas: CEO (*Chief Executive Officers*), CFO (*Chief Financial Officers*), diretores, auditores.

O CEO e o CFO das empresas passaram a ser obrigados a assinar declarações atestando a veracidade das demonstrações contábeis, assegurando a ausência de dados falsos ou omissões em conjunto com a anuência dos auditores. As empresas ficaram proibidas de conceder novos empréstimos a seus administradores. Tornaram-se obrigatórios comitês de auditoria compostos por membros dos conselhos de administração e integrados apenas por participantes independentes. Passou-se a impedir a prestação de serviços de auditoria e consultoria para um mesmo cliente.

A SOX criou o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) para supervisionar as auditorias de empresas públicas e de outros emissores. Segundo o site do PCAOB (em tradução livre):

“O PCAOB é uma corporação sem fins lucrativos, criada pelo Congresso para supervisionar as auditorias das empresas públicas a fim de proteger os investidores e o interesse público através da promoção de relatórios de auditoria informativos, precisos e independentes. O PCAOB também supervisiona as auditorias de corretores e revendedores, incluindo os relatórios de conformidade com as leis federais de valores mobiliários para promover a proteção dos investidores”.

2.5. Instrução CVM Nº 480

Em resposta à Lei *Sarbanes-Oxley* e à crise de 2007/2008, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou a Instrução CVM nº 480, de 7 de Dezembro de 2009, que regulamenta e supervisiona o mercado de capitais brasileiro, assim como traz seu Art. 1º: “A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende do prévio registro na CVM”.

A Instrução CVM nº 480 traz em seu arcabouço obrigações, tais que permitiram a realização deste trabalho e demonstram a influência da SOX. No CAPÍTULO III – OBRIGAÇÕES DO EMISSOR encontram-se os seguintes artigos:

Seção I

Regras Gerais

Art. 13. O emissor deve enviar à CVM as informações periódicas e eventuais, conforme conteúdo, forma e prazos estabelecidos por esta Instrução.

§ 1º O emissor deve colocar e manter as informações referidas no **caput** à disposição dos investidores em sua sede por 3 (três) anos, contados da data de divulgação.

§ 2º O emissor registrado na categoria A deve ainda colocar e manter as informações referidas no **caput** em sua página na rede mundial de computadores por 3 (três) anos, contados da data de divulgação.

Subseção I – Conteúdo e Forma das Informações

Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

Seção II

Informações Periódicas

Art. 21. O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações:

II – formulário de referência;

Subseção II – Formulário de Referência

Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24.

§ 1º O emissor deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

§ 2º O emissor deve reentregar o formulário de referência atualizado na data do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários.

A regulamentação do mercado de capitais brasileiro cumpre a exigência de muitos analistas para que se divulgue as remunerações percebidas pelo pessoal-chave da administração (Diretoria Executiva, Conselho Fiscal e Conselho de Administração) das empresas registradas na CVM. Tais informações encontram-se no item 13 e seus subitens do Anexo 24 da Instrução nº 480 da CVM.

2.6. Sistemas de Recompensas ou Incentivos

Um elemento importante que as empresas utilizam para atingir determinados resultados são os sistemas de recompensas ou incentivos, os quais influem direta ou indiretamente nos resultados das empresas, mas seus benefícios não se restringem a resultados econômicos e financeiros. Tais sistemas geram efeitos que transformam a cultura organizacional das empresas. As recompensas e os incentivos, segundo Merchant e Van der Stede (2012), fornecem três tipos de benefício (em tradução livre):

- Informativo: atraem a atenção dos funcionários a informá-los ou lembrá-los da importância das áreas de resultados, tais como custos, qualidade, customização, gerenciamento de ativos e crescimento;
- Motivacional: alguns funcionários precisam de incentivos para exercer um esforço e executar bem as tarefas; ou seja, para trabalhar duro, fazer um bom trabalho e alcançar o sucesso;
- Atração e Retenção de pessoal: recompensas dependentes de desempenho são uma parte importante do pacote de remuneração total de muitos funcionários. Algumas recompensas são importantes porque as empresas precisam recrutar e manter seus funcionários, oferecendo a eles remunerações comparáveis ou superiores às dos concorrentes ou ligando pagamentos à continuidade do funcionário na empresa. (MERCHANT; VAN der STEDE, 2012. p. 369)

O terceiro benefício exposto agrega dois aspectos importantes que são praticados em empresas de capital aberto: remuneração variável e remuneração por meio de opções de ações (*Stock Option*). A remuneração variável, em geral por remunerações monetárias, é um meio pelo qual as empresas tornam suas carreiras atrativas – em comparação com o mercado – para obter os melhores funcionários. A remuneração por meio da opção de ações é um meio pelo qual as empresas geram um vínculo entre a companhia e os executivos pois, em regra, essas ações só poderão ser exercidas em determinados períodos.

Aspecto importante do terceiro benefício é a vinculação dos benefícios ao desempenho dos funcionários, porém esse desempenho pode ser medido de formas variadas. Os tipos de recompensa, fornecidos pelas empresas e os modos pelos quais são mensurados, são comumente comunicados ao participante do plano de incentivo por meio de um modelo ou contrato, no qual são descritos os modos de avaliação – podem vir com riqueza de detalhes. Porém, subjetividade também pode fazer parte desta análise para compor os bônus que serão percebidos pelos funcionários.

Os incentivos monetários podem ter um efeito muito poderoso sobre o comportamento dos funcionários em busca de atingir metas de desempenho, além de cumprir com o benefício da atração de pessoal. Segundo Merchant e Van der Stede (2012):

“modelos de remuneração que oferecem significativo pagamento por desempenho são suscetíveis de atrair funcionários que estão confiantes sobre suas habilidades para produzir resultados superiores, e, mais dispostos a aceitar o risco. Neste aspecto os tipos de remunerações variáveis servem para um papel de seleção de funcionários” (MERCHANT; VAN der STEDE, 2012).

Em relação ao risco assumido pelos funcionários, Merchant e Van der Stede (2012) fazem a consideração de que o desempenho, por não ser totalmente controlado pelos funcionários, torna-se o mais importante para utilização de remunerações variáveis, pois o sistema de incentivos distribui o risco e conclui:

“Os funcionários, portanto, vão querer ser compensados por esse risco, ou seja, a remuneração variável deve gerar a expectativa de ser maior do que seria se recebido por um salário fixo. Se a empresa não fornecer um prêmio pelo risco, que é uma despesa de remuneração adicional, ela se encontrará incapaz de competir por talentos no mercado de trabalho” (MERCHANT; VAN der STEDE, 2012).

Os sistemas de recompensas e incentivos são muito importantes em um mercado competitivo por considerar a meritocracia de seus funcionários e ser um estímulo que pode saciar desejos de forma muito rápida, principalmente com recompensas monetárias. Entretanto essas recompensas devem estar vinculadas ao resultado, pois se corre o risco dos pagamentos muito elevados desencorajar novos esforços e impactar o próprio resultado, como alerta Merchant e Van der Stede (2012):

“estudos recentes sugerem que existe uma relação em forma de ‘U’ inverso entre os níveis de intensidade do esforço e dos incentivos, indicando que incentivos cada vez mais elevados podem resultar em uma queda do desempenho” (MERCHANT; VAN der STEDE. 2012. p. 380).

2.7. Pesquisas Anteriores

A busca por artigos que tratasse do tema levou a considerar três artigos e uma dissertação de mestrado como significativos para este trabalho. Destes artigos, dois analisaram diretamente a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho

financeiro das empresas brasileiras e um fez uma revisão de artigos sobre a remuneração de executivos publicados no exterior. A dissertação analisou os padrões e características da remuneração de executivos de empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

“A Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro das Empresas” (KRAUTER; SOUSA, 2009). Os autores executaram o trabalho com uma amostra de 31 empresas listadas na revista *Você S/A*. Os dados são secundários e relativos ao ano de 2006. Utilizaram tanto o salário fixo médio como o salário variável médio e chegaram à conclusão de inexistência de relação linear significativa entre remuneração de executivos e desempenho financeiro.

“Análise Empírica da Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro de Empresas Brasileiras” (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007). Os autores executaram o trabalho com uma amostra de 29 empresas que têm *American Depositary Receipts* (ADRs). Os dados do artigo são secundários e coletados na base de dados Econômica e do Relatório 20-F (exigido para as empresas que emitem títulos em bolsas norte-americanas), os dados são relativos ao ano de 2005. Utilizou-se também da remuneração total (fixa e variável) média e a conclusão foi de que há relação significativa entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro das empresas.

“Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior” (SOUZA; BORBA, 2007). Os autores pesquisaram artigos publicados no exterior que discutiam políticas de remuneração utilizando a base de dados da Capes e selecionando os que continham no *abstract* os termos *governance* e *compensation*. O artigo demonstra que em relação ao tema os Estados Unidos são líderes em pesquisa sobre o tema com um total de 56 pesquisas ao se considerar que o continente Americano apresentou um total de 60 pesquisas na amostra de 116 artigos analisados. A pesquisa foi realizada em 2007 e compreende o período de 1993 a 2006, o ano com maior representatividade foi o de 2005 com a quantidade de 29 artigos sobre o tema.

“Padrões e Características da Remuneração de Executivos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto” (FERREIRA, 2012). Utilizou-se uma amostra final de 119 empresas e um total de 238 observações no período 2010 a 2011. Segundo Ferreira (2012), a característica brasileira de a remuneração ser formada principalmente por remuneração fixa, sugere menos riscos a fraudes como a dos escândalos que envolveram a *Enron* e *WorldCom*. Outro resultado relevante é a não associação significativa entre remuneração e tamanho das empresas da amostra considerada.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa classifica-se como descritiva e bibliográfica, segundo Vergara (2006). Descritiva porque tem como objetivo estudar as relações entre variáveis múltiplas; bibliográfica porque faz uso de material publicado nos sites das empresas selecionadas, no banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e no banco de dados da Reuters. Com um foco quantitativo por ter o objetivo de analisar as variáveis de desempenho contábil e de mercado em função da Remuneração Variável (RV) dos Diretores Executivos, utilizando-se para isso dados primários e secundários em modelos econométricos na análise dos dados.

As empresas de análise foram companhias de capital aberto brasileiras dos mais variados setores da economia, todas listadas e ativas na CVM. Os dados em análise foram: a

Remuneração Variável (RV), cujos dados foram retirados do Formulário de Referência (FR), localizado no site indicado no banco de dados da CVM de cada empresa; o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) que pode ser calculado com base nas Demonstrações Financeiras, as quais foram coletadas no bando de dados da CVM; e, o Retorno por Ação (R_i) que pode ser calculado com base nos valores de mercado das ações, informações coletadas no banco de dados da Reuters. Todas as variáveis da pesquisa foram baseadas no triênio 2010/2011/2012. Após os ajustes necessários a amostra final constituiu um total de 27 empresas com dados confiáveis, a partir de uma amostra inicial de 40 empresas.

3.1. Amostra

Como ponto de partida foi selecionado uma amostra de 40 empresas para obter o maior número viável de empresas ao se considerar o curto tempo (3 meses) para realização de toda a pesquisa. Segundo o site da BM&FBOVESPA o número de empresas listadas até outubro de 2013 foi de 458 empresas, distribuídas em: novo mercado, nível 1, nível 2 e básico e BDRs. Depois de selecionadas as 40 empresas, somente em 27 foi possível coletar todos os dados, pois em 13 empresas não foi possível localizar todas as informações necessárias. Algumas empresas ainda têm autorização para não divulgar o FR e em outras não foi localizado no site da respectiva empresa ou no banco de dados da CVM as demonstrações financeiras do ano de 2010. Por fim chega-se a amostra listada no Quadro 1:

Quadro 1: Amostra da Pesquisa

Nº	Empresa	Nº	Empresa	Nº	Empresa
1	Alfa Holding	10	Brasil Foods (BRF)	19	Hering
2	Aliansce Shopping Centers	11	Brasil Pharma	20	LIGHT
3	AREZZO	12	BRB	21	Lojas Marisa
4	Banco da Amazônia	13	Brookfield	22	Lojas Renner
5	Banco do Brasil	14	CEMIG	23	Natura
6	Banrisul	15	Duratex	24	Oi
7	Santander	16	Eletropaulo	25	Vale
8	BM&F BOVESPA	17	Eternit	26	Via Varejo
9	Bradesco	18	Gerdau	27	WEG

Fonte: elaborada pelos autores com empresas listadas na CVM

3.2. Variáveis

Foram escolhidas como variáveis para a realização da pesquisa a remuneração variável (RV) como variável dependente, medidas de desempenho e o tamanho (LnPL) das empresas como variáveis independentes, as quais: retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) e o retorno das ações (R_i). Essas medidas de desempenho foram escolhidas por refletir o resultado dos desempenhos, a primeira o resultado contábil e a segunda o resultado de mercado pela cotação das ações negociadas em bolsas de valores.

Os dados sobre a RV dos diretores executivos foram coletados no item 13 do FR exigido pela Instrução CVM 480 de 7 de Dezembro de 2009, disponível no site de cada empresa indicado pela própria CVM. O FR trata-se do principal instrumento de *disclosure*

(transparência, em tradução livre) exigido pela CVM, o formulário considera como remunerações variáveis (rv):

- Bônus;
- Participação nos Resultados;
- Remuneração por participação em reuniões;
- Comissões;
- Outros.

O valor anual *per capita* da RV foi calculado da seguinte forma:

$$RV = \frac{\sum rv_{it}}{n}$$

RV = Remuneração Variável *per capita*;

rv_{it} = remunerações variáveis (rv) da empresa i no ano t ;

n = quantidade de Diretores Executivos.

O retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) foi calculado a partir das demonstrações financeiras coletadas no banco de dados da CVM:

O cálculo do RSPL foi da seguinte forma:

$$RSPL = \frac{\text{Lucro Líquido (LL)}}{\text{Patrimônio Líquido (PL)}}$$

O retorno das ações (R_i) foi calculado a partir da cotação das ações no final de cada ano registrado no site da Reuters:

O cálculo da R_i foi da seguinte forma:

$$R_i = \text{Ln} \left(\frac{\text{Cotação da Ação}_t}{\text{Cotação da Ação}_{t-1}} \right)$$

E, por fim, o tamanho (LnPL) das empresas foi calculado a partir do logaritmo neperiano do patrimônio líquido registrado nas demonstrações financeiras consolidadas no final de cada ano.

3.3. Modelos Econométricos

Com o objetivo de analisar se as variáveis de desempenho têm relação com a remuneração variável dos diretores executivos das empresas brasileiras de capital aberto, realizou-se a análise de regressão linear múltipla. Considerando a RV como variável dependente, as variáveis RSPL e R_i , e a variável Tamanho (LnPL) como independentes. Os modelos utilizados podem ser expressos por:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + w_{it}$$

Segue a determinação de cada incógnita nos dois modelos analisados.

No modelo 1:

Y_{it} = Remuneração Variável (RV) dos diretores executivos da empresa i , no ano t ;

β_0, β_1 e β_2 = parâmetros a serem estimados;

X_{it} = RSPL de cada empresa i no ano t (2010 a 2012);

Z_{it} = Log Neperiano do PL de cada empresa i no fim do ano t (2010 a 2012);

w_{it} = termo de erro do modelo.

No modelo 2:

Y_{it} = Remuneração Variável (RV) dos diretores executivos da empresa i , no ano t ;

β_0, β_1 e β_2 = parâmetros a serem estimados;

X_{it} = R_i das ações de cada empresa i no ano t (2010 a 2012);

Z_{it} = Log Neperiano do PL de cada empresa i no fim do ano t (2010 a 2012);

w_{it} = termo de erro do modelo.

O teste de hipótese é $H_1: \beta_1 > 0$ para os dois modelos, pois se considera, segundo a teoria exposta neste trabalho, que deverá haver relação direta e significativa entre a remuneração variável e as medidas de desempenho.

Foram elaborados modelos para testar a sensibilidade dos modelos 1 e 2. O teste de sensibilidade pôs o logaritmo neperiano (Ln) também na variável dependente com a finalidade de verificar se a equalização, pela aplicação do Ln nos dois lados da equação, modificaria os resultados significativamente.

Examinou-se a matriz de correlação para identificar possíveis fenômenos de redundância entre as variáveis. Utilizou-se o método de regressão múltipla em dois modelos, com o intuito de se analisar os efeitos das medidas de desempenho em separado, além de testes de sensibilidade, essa metodologia permitiu concluir que os modelos propostos foram os mais adequados e que os resultados encontrados estavam estatisticamente corretos.

4. RESULTADOS

4.1. Estatísticas Descritivas

As 27 empresas da amostra apresentam as seguintes estatísticas para as variáveis coletadas e referentes aos anos de 2010 a 2012, segue a Tabela 1:

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

	RV	RSPL	Ri	LnPL
Média:	812,01	0,17	0,05	15,13
Mediana:	542,16	0,15	0,07	14,86
Desvio Padrão:	1146,01	0,16	0,31	1,72
Variância:	1313347,66	0,03	0,10	2,94
Máximo:	6829,42	0,66	1,02	18,86
Mínimo:	0,00	-0,47	-0,61	10,80
Nº de Observações:	81	81	81	81

Considerando que os dados se encontram em milhares, as empresas brasileiras de capital aberto estão pagando em média para os seus diretores executivos R\$ 812 mil reais por ano em RV, aproximadamente R\$ 67 mil por mês. Portanto, a remuneração variável é relativamente alta, o que explica a relutância de muitas empresas em não divulgar esses dados para não expor seus executivos. A mediana no valor de R\$542 mil. A média acima da mediana caracteriza uma distribuição assimétrica à direita pela média ser afetada pelos extremos mais significantes. O desvio padrão alto significa que há muita dispersão nos valores da amostra. Por sua vez, a alta dispersão demonstra que há empresas que pagam muito em RV para seus executivos e outras que pagam pouco, fato explícito pela amplitude; enquanto há uma empresa que pagou R\$ 6.829 mil, em outros casos não pagaram nada de RV aos diretores executivos.

Em relação ao RSPL, a média de retorno foi de 17% e a mediana de 15%, o que caracteriza uma ligeira assimetria à direita. O desvio padrão ficou em 16%, muito próximo da média e da mediana, portanto não há tanta dispersão como na RV. Entretanto, para um retorno de 17% ter uma dispersão de 16% significa que tiveram empresas com um retorno alto de 66% enquanto outras tiveram um retorno negativo de 47%, isso justifica a dispersão.

Em relação ao R_i , na média, as empresas da amostra geraram retorno anual de 5% com uma mediana de 7%, o que caracteriza uma assimetria à esquerda, ou seja, valores mais predominantes à esquerda do que à direita. A amplitude máxima foi de 102% de retorno e a mínima negativa em 61%, justificando o desvio padrão em 31%.

Quanto ao LnPL, tem-se assimetria à direita, porém muito leve, caracterizada pela média em 15,13 e a mediana em 14,86. Uma dispersão baixa de 1,72 que reflete a pequena amplitude com máximo em 18,86 e mínimo em 10,80.

4.2. Matriz de Correlação

Para determinar se existe relação linear entre a RV dos diretores executivos e os desempenhos – tanto por mensuração contábil quanto pelo mercado – aplicou-se o teste de correlação de Pearson.

Tabela 2: Matriz de Correlação de Pearson

		RV	RSPL	Ri	LnPL
RV	Correl. de Pearson	1			
	Sig. (Bicaudal)				
RSPL	Correl. de Pearson	-0,041	1		
	Sig. (Bicaudal)	0,720			
Ri	Correl. de Pearson	-0,022	0,232*	1	
	Sig. (Bicaudal)	0,848	0,037		
LnPL	Correl. de Pearson	0,474**	-0,115	-0,269*	1
	Sig. (Bicaudal)	0,000	0,307	0,015	

* Correlação é significativa a um nível de 0,05 (Bicaudal)

** Correlação é significativa a um nível de 0,01 (Bicaudal)

Com base nos resultados do teste de correlação de Pearson demonstra-se uma correlação muito fraca de -0,041 e -0,022, entre a variável dependente (RV) e as variáveis de desempenho RSPL e R_i , respectivamente, além da relação linear não ser significativa; entretanto há correlação moderada entre a variável dependente e o tamanho das empresas (LnPL) e relação linear significativa; há relação linear significativa entre as variáveis de desempenho, mas isto não é problema não reflete necessariamente causa e consequência e porque as variáveis independentes de desempenho (RSPL e R_i) não foram regredidas em conjunto no mesmo modelo; e, há relação linear significativa entre as variáveis de desempenho e o tamanho das empresas, porém com correlação fraca.

4.3. Testes de Hipóteses

Teste 1:

$$RV_{it} = \beta_0 + \beta_1 RSPL_{it} + \beta_2 LnPL_{it} + w_{it}$$

$$H_1: \beta_1 > 0$$

Tabela 3: Sumário do Modelo 1

Estatística de Regressão					
R Múltiplo					0,47
R-Quadrado					0,23
R-quadrado ajustado					0,21
Erro Padrão					1028,35
Observações					81

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	2	23895268,11	11947634,05	11,30	0,00
Resíduo	78	82485508,78	1057506,52		
Total	80	106380776,89			

	Coefficientes	Erro Padrão	Stat t	Valor-P
(Constante)	-4008,32	1041,23	-3,85	0,00
RSPL	102,11	727,78	0,14	0,89
LnPL	317,56	67,05	4,74	0,00

A hipótese de que a RV estaria lastreada pelo RSPL não se confirmou. Os resultados indicam que existem variáveis que não foram consideradas, as quais definem a Remuneração Variável (RV), pois a constante é significativa. A estatística t – para a constante – resultou negativa, significa que as variáveis que não foram consideradas no modelo influenciam de maneira inversa, quanto maior for as variáveis, implícitas na constante, menor será a RV; ou, inversamente, quanto menor as variáveis, maior será a RV. O modelo 1 resultou significativo à constante e ao tamanho que foi mensurado pelo Logaritmo Neperiano do Patrimônio Líquido (PL), mas não resultou significativo o resultado apurado pelos meios contábeis dados pelo Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL). O tamanho das empresas ser significativo demonstra que empresas maiores pagam mais RV do que as empresas menores. Ressalva-se que a RV foi medida em nível; escolha feita pela perda da observação ao se considerar o tamanho da amostra.

Teste 2:

$$RV_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \beta_2 LnPL_{it} + w_{it}$$

$$H_1: \beta_1 > 0$$

Tabela 4: Sumário do Modelo 2

Estatística de Regressão					
R Múltiplo					0,49
R-Quadrado					0,24
R-quadrado ajustado					0,22
Erro Padrão					1020,41
Observações					81

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	2	25164708,70	12582354,35	12,08	0,00
Resíduo	78	81216068,19	1041231,64		
Total	80	106380776,89			

	Coefficientes	Erro Padrão	Stat t	Valor-P
(Constante)	-4306,77	1049,31	-4,10	0,00
Ri	418,11	375,60	1,11	0,27
LnPL	337,06	68,63	4,91	0,00

A hipótese de que a RV estaria baseada no R_i também não se confirmou. Quando o desempenho é o mercado encontram-se resultados semelhantes aos do desempenho contábil: existem variáveis que não foram consideradas, pois a constante é significativa e inversa, a estatística t resultou significativa e negativa. Significa que as variáveis que não foram consideradas nos modelos influenciam de maneira inversa a RV. O resultado foi significativo para a constante e o tamanho (PL), mas não resultou significativo para o Retorno por Ação (R_i). Houve uma melhora quando mensurado pelo desempenho das ações, comparativamente à medida contábil de desempenho. Porém, mesmo assim, não foi significativo porque houve uma significância de 27%, o que significa que a hipótese nula – não ter relação com o desempenho – seria rejeitada em um nível de confiança de 73%. Com relação ao tamanho (PL) manteve a significância com folga a 95% de confiança, ou seja, não há dúvida da influência do tamanho (PL) à RV na ordem direta – quanto maior o tamanho da empresa maior a RV. Ressalva-se que a RV foi medida em nível; escolha feita pela perda da observação ao se considerar o tamanho da amostra.

Portanto, os modelos de RV utilizados nesta pesquisa não estão baseados no desempenho contábil nem no desempenho de mercado, não há acesso público aos modelos de remuneração variáveis das empresas. Estão baseados em outra variável que não foi considerada pelo modelo – dada pelo termo constante. Mas essa outra variável ou essas outras variáveis que estão influenciando a RV tem uma relação inversa. Entretanto, essas variáveis

não foram consideradas e podem ser objeto de outros estudos a fim de se analisar quais são as variáveis que estão influenciando a RV na ordem inversa já que o termo constante deu significativo.

4.4. Testes de Sensibilidade

Teste de Sensibilidade 1:

Para se verificar o equilíbrio dos testes anteriores, uma vez que o tamanho (PL) das empresas foi calculado pelo Logaritmo Neperiano, e para deixar na mesma base, optou-se por balancear a equação pelo teste de sensibilidade em que se aplicou nova regressão considerando o Logaritmo Neperiano da variável dependente (RV).

$$\ln RV_{it} = \beta_0 + \beta_1 RSPL_{ij} + \beta_2 \ln PL_{ij} + w_{ij}$$

Tabela 5: Sumário do Teste de Sensibilidade 1

Estatística de Regressão					
R Múltiplo					0,14
R-Quadrado					0,02
R-quadrado ajustado					-0,01
Erro Padrão					2,47
Observações					81
	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	2	9,91	4,95	0,81	0,45
Resíduo	78	477,18	6,12		
Total	80	487,08			
	Coefficientes	Erro Padrão	Stat t	Valor-P	
(Constante)	2,80	2,50	1,12	0,27	
RSPL	-1,00	1,75	-0,57	0,57	
LnPL	0,17	0,16	1,06	0,29	

Teste de Sensibilidade 2:

$$\text{LnRV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{ij} + \beta_2 \text{LnPL}_{ij} + w_{ij}$$

Tabela 6: Sumário do Teste de Sensibilidade 2

Estatística de Regressão					
R Múltiplo					0,20
R-Quadrado					0,04
R-quadrado ajustado					-0,01
Erro Padrão					2,45
Observações					81

	GI	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	2	18,81	9,40	1,57	0,22
Resíduo	78	468,28	6,00		
Total	80	487,08			

	Coefficientes	Erro Padrão	Stat t	Valor-P
(Constante)	1,51	2,52	0,60	0,55
Ri	1,22	0,90	1,35	0,18
LnPL	0,24	0,17	1,47	0,15

Executados os testes de sensibilidade para verificar se o resultado após mudar a forma de apuração da variável dependente, demonstrou-se não haver significância entre as variáveis no novo modelo apesar de diminuir a insignificância, o que traz a segurança de que os modelos propostos foram os mais adequados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho é a análise da relação entre a remuneração variável dos diretores executivos e o desempenho econômico e contábil das empresas brasileiras de capital aberto listadas na CVM. Os dados da pesquisa são primários em relação às informações financeiras das empresas e secundários em relação ao valor de mercado das ações.

A análise foi feita em uma amostra final de 27 empresas listadas e ativas na CVM, e foram considerados os dados referentes ao período de 2010 a 2012, que gerou uma análise com 81 dados. Pela amostra ter um tamanho relativamente pequeno, optou-se por utilizar a variável dependente em nível para não tornar inócuos os resultados obtidos. A análise efetuada não pode ser considerada, em absoluto, uma generalização da população das empresas brasileiras que negociam suas ações na bolsa de valores.

Os resultados encontrados contrariam a expectativa de que haveria relação direta e significativa entre a remuneração variável e o desempenho das empresas brasileiras, e, vai de encontro à teoria dos sistemas de incentivos e recompensas. Esses resultados indicam uma provável situação de risco, pois pode ser um sinal de que o sistema de remuneração dos executivos não está estruturado de maneira adequada. A teoria alerta para a queda no rendimento da empresa com o pagamento cada vez mais alto de remunerações variáveis. Principalmente sem a contra partida ser fundamentada no desempenho econômico (mercado) e financeiro (contábil), os quais, de certo modo, refletem os outros desempenhos e práticas internas. Por exemplo, houveram casos na amostra em que se pagou RV mesmo com prejuízo contábil, e casos com bons resultados e que não se pagou RV. Outro resultado é a relação de significância entre a RV e o tamanho (PL) das empresas, o qual corrobora com a teoria do tamanho das empresas. Estes resultados podem apontar motivos de conflito – sob a ótica da teoria da agência – entre proprietário e administradores porque o pagamento de remunerações variáveis, em alguns casos, não foi lastreado em resultados positivos.

Esta pesquisa revela que em relação à amostra selecionada, as empresas brasileiras, em média, podem estar com uma prática de governança corporativa insuficiente ou ruim, pelo menos em relação ao sistema de incentivos e recompensas adotado para o pagamento de RV baseado no desempenho econômico e financeiro. Resultados contrários aos das pesquisas com empresas que negociam nas bolsas dos EUA, por se subordinar à Lei *Sarbanes-Oxley*, e das pesquisas com empresas norte americanas que revelam relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Esta pesquisa contém limitações que podem ter influenciado, mas não inviabilizado, os resultados: o tamanho da amostra e a mescla de empresas de diversos seguimentos da economia. Outros estudos podem ser desenvolvidos com amostras que reflitam melhor a população de companhias listadas na CVM; por seguimentos específicos da economia: financeiro, commodities, serviços, entre outros; investigação da relação entre outras variáveis, não utilizadas neste trabalho, com a remuneração variável; e, por período histórico mais abrangente.

REFERÊNCIAS

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo? **Novos Estudos Cebrap**, 86, março 2010: 51-72. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/10.08.A_Crise_Financeira_Global_e_Depois-CEBRAP.pdf> Acesso em 7 NOV 2013.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; HELAL, Diogo Henrique; BOAS, Alexandre Pereira. Análise Empírica da Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro de Empresas Brasileiras. **XXVII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. A energia que move a produção: um diálogo sobre integração, projeto e sustentabilidade. Foz do Iguaçu, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM Nº 480, de 7 DEZEMBRO de 2009** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>> Acesso em 8 AGO 2013.

FERREIRA, Lucas Oliveira Gomes. **Padrões e Características da Remuneração de Executivos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 2012. 105f. Dissertação (mestrado)

– Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN). Brasília, DF, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo: IBGC 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: aplicável às demais sociedades**. FIPECAFI. 6. Ed. Ver. E atual. – 8. Reimpre. – São Paulo: Atlas, 2006.

JENSEN M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: **Journal of Financial Economics** **3**. 1976. p. 305-360.

KRAUTER, Elizabeth; SOUSA, Almir Ferreira de. A Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro das Empresas. **XII SemeAd. Empreendedorismo e inovação**. FEA-USP. São Paulo, 2009.

MEHRAN, Hamid. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. In: **Journal of Financial Economics** **38**. 1995. P. 163-184.

MENDES, Andréa Paula Segatto. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, FEA-USP. São Paulo, 2001.

MERCHANT, Kenneth A.; VAN der STEDE, Wim A. **MANAGEMENT CONTROL SYSTEMS Performance Measurement, Evaluation and Incentives**. Harlow, England. Pearson, 2012.

MONTEIRO, Paulo da Veiga. E a governança corporativa? **Jornal Valor Econômico**. São Paulo, Caderno Eu & Meu Dinheiro, 25 mar. 2003.

NIYAMA, Jorge K.; SILVA, César A. T.. **Teoria da contabilidade**. 2 ed.. São Paulo: Atlas, 2011.

PUBLIC COMPANY ACCOUNTING OVERSIGHT BOARD (PCAOB). Disponível em: <<http://pcaobus.org/about/pages/default.aspx>> Acesso em 4 NOV 2013.

SOUZA, Flávia Cruz de; BORBA, José Alonso. Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contab. Vista & Ver.**, v. 18, n. 2, p. 35-48, abr./jun. 2007

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2006.