

Remuneração dos Executivos versus Desempenho das Empresas do Setor Financeiro

Autoria

Ana Clara Ventura Paiva - anaclaravp@gmail.com

Centro de Pós-Grad e Pesq em Controladoria e Contabilidade - Cepcon/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

FERNANDA COSTA DE ANDRADE - fernandacandrade@yahoo.com.br

Centro de Pós-Grad e Pesq em Controladoria e Contabilidade - Cepcon/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Poueri do Carmo Mário - poueri@gmail.com

Centro de Pós-Grad e Pesq em Controladoria e Contabilidade - Cepcon/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Wagner Moura Lamounier - wagner@face.ufmg.br

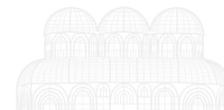
Centro de Pós-Grad e Pesq em Controladoria e Contabilidade - Cepcon/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

João Estevão Barbosa Neto - joaoestevaobarbosaneto@gmail.com

Centro de Pós-Grad e Pesq em Controladoria e Contabilidade - Cepcon/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Resumo

A remuneração dos executivos é um tema que tem atraído o interesse da comunidade acadêmica devido, entre outros, ao seu papel de minimizar os conflitos de interesse entre o administrador e o proprietário, como contextualiza a teoria da agência, contribuindo para a maximização do resultado da firma. A investigação sobre a relação entre remuneração de executivos e desempenho organizacional configura-se como relevante nos diversos setores econômicos, dentre eles, o setor financeiro, no qual a complexidade de seu sistema dificulta a observação das operações diárias pelos acionistas. Este artigo teve como objetivo verificar a existência de relação entre o desempenho econômico-financeiro e a remuneração dos diretores executivos de empresas brasileiras listadas no setor "Financeiro e outros" da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (B3), no período de 2013 a 2016, bem como identificar qual tipo de remuneração, fixa ou variável, se mostra mais correlacionada a esse desempenho. Os dados foram analisados por meio de correlação canônica e os resultados apontam a existência de uma correlação positiva e significativa entre remuneração dos executivos e desempenho das organizações e que a parcela variável se mostrou mais correlacionada do que a parcela fixa, corroborando com os pressupostos da teoria da agência.



Remuneração dos Executivos *versus* Desempenho das Empresas do Setor Financeiro

RESUMO

A remuneração dos executivos é um tema que tem atraído o interesse da comunidade acadêmica devido, entre outros, ao seu papel de minimizar os conflitos de interesse entre o administrador e o proprietário, como contextualiza a teoria da agência, contribuindo para a maximização do resultado da firma. A investigação sobre a relação entre remuneração de executivos e desempenho organizacional configura-se como relevante nos diversos setores econômicos, dentre eles, o setor financeiro, no qual a complexidade de seu sistema dificulta a observação das operações diárias pelos acionistas. Este artigo teve como objetivo verificar a existência de relação entre o desempenho econômico-financeiro e a remuneração dos diretores executivos de empresas brasileiras listadas no setor “Financeiro e outros” da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (B3), no período de 2013 a 2016, bem como identificar qual tipo de remuneração, fixa ou variável, se mostra mais correlacionada a esse desempenho. Os dados foram analisados por meio de correlação canônica e os resultados apontam a existência de uma correlação positiva e significativa entre remuneração dos executivos e desempenho das organizações e que a parcela variável se mostrou mais correlacionada do que a parcela fixa, corroborando com os pressupostos da teoria da agência.

Palavras-chave: Remuneração. Desempenho financeiro. Desempenho Econômico. Setor Financeiro.

1. Introdução

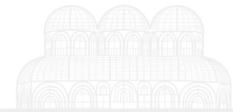
A remuneração dos executivos é um tema que tem atraído o interesse da comunidade acadêmica de diversas áreas, como finanças, economia e contabilidade (Aguiar & Pimentel, 2017). Isso se deu, principalmente, depois dos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos, em 2001, e da crise financeira europeia iniciada nessa década, que revelaram falhas na estrutura de governança corporativa das empresas (Bebchuk & Fried, 2003; Krauter, 2013; Fernandes & Mazzioni, 2015).

A remuneração é um fator inserido nessa discussão, devido à teoria da agência pressupor que ela tem o potencial de minimizar os problemas de agência, advindos de um contexto em que há separação entre a propriedade (principal) e o controle da empresa (agente). A remuneração seria usada, por meio de uma relação contratual, na qual incentivos são oferecidos para alinhar os interesses de ambas as partes, isto é, maximizar o resultado esperado pelo acionista, evitando-se comportamentos oportunistas do agente (gestor).

Dessa forma, crescente número de pesquisadores tem investigado se há existência ou não de uma associação entre o desempenho das firmas e a remuneração que elas oferecem aos seus executivos. Todavia, as investigações ainda são escassas e não têm apresentado resultados homogêneos. Alguns estudos têm encontrado relação entre remuneração e desempenho (Klotzle & Costa, 2009; Oyadomari, Cesar, Souza & Oliveira, 2009; Aguiar & Pimentel, 2017) e outros não (Shiwakoti, 2012; Fernandes & Mazzioni, 2015).

Segundo Conyon e He (2011), a investigação sobre a referida relação é relevante para a avaliação de reformas do mercado. No setor financeiro, essa verificação é de particular importância, “onde as operações diárias não são fáceis de serem observadas, considerando a natureza complexa do sistema financeiro”, de acordo com Fernandes e Mazzioni, (2015, p. 44). Ademais, a governança corporativa de bancos, por exemplo, tem características únicas, devido a acionistas e gestores estarem mais propensas ao risco moral do que os de instituições não financeiras, e da diversidade de partes interessadas na performance dessas instituições (Ferrarini & Ungureanu, 2011; Adams & Mehran, 2003).

Além disso, pesquisas sobre essa temática em países em desenvolvimento também são importantes, na medida em que podem contribuir com o entendimento do assunto, visto que



os resultados, possivelmente, divergem dos encontrados em países desenvolvidos (Aguiar & Pimentel, 2017).

Em razão dos argumentos expostos, no contexto brasileiro, o estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: Existe correlação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho organizacional de empresas do setor “Financeiro e outros” da B3? O objetivo geral do estudo se constitui em analisar a existência de correlação estatisticamente significativa entre a remuneração dos seus executivos, que se referem, especificamente, aos membros da diretoria executiva, e métricas de desempenho de empresas brasileiras de capital aberto do setor econômico “Financeiro e outros”, bem como identificar qual tipo de remuneração, fixa ou variável, é mais correlacionada a esse desempenho.

O presente trabalho está organizado da seguinte forma: na próxima seção, apresentam-se as discussões teóricas sobre a relação do desempenho organizacional e a remuneração dos executivos, as hipóteses, bem como os resultados de estudos anteriores da área; na terceira seção apresenta-se a metodologia utilizada; na quarta seção são apresentadas a análise dos dados e discussões dos resultados; e, por fim, na última seção expõem-se as considerações finais sobre a pesquisa realizada.

2. Referencial Teórico

2.1 Remuneração dos Diretores Executivos

A teoria da agência argumenta que, com a segregação de propriedade e controle, surgem conflitos de interesse entre o proprietário e o administrador, os quais são chamados de conflitos de agência. Nesse cenário, as ações gerenciais não são passíveis de perfeita observação pelo proprietário, o que gera incerteza se essas ações visam a maximizar a riqueza do acionista. O administrador, denominado pela teoria como agente, tende a tomar decisões em benefício próprio, em vez de tomar decisões em favor dos interesses do proprietário, intitulado como principal (Jensen & Meckling, 1976).

Diante desses conflitos, a referida teoria considera a remuneração como uma forma de alinhar os interesses de ambas as partes, a fim de maximizar o valor da firma (Jensen & Meckling, 1976; Murphy, 1985). Isto é, a política de remuneração é útil para incentivar o agente a direcionar suas decisões aos objetivos do principal.

Para Krauter (2013), a remuneração de executivos é um dos fatores mais complexos e importantes do contexto organizacional, uma vez que possui a capacidade de incitar a superação de desempenhos e, assim, concordar o comportamento dos administradores com os objetivos estratégicos do negócio, contribuindo para que níveis superiores de desempenho financeiro sejam alcançados.

A remuneração total paga aos executivos é composta, dentre outros, pela remuneração fixa e/ou variável. A remuneração fixa se refere ao retorno pecuniário, previamente, ajustado entre o administrador e a empresa e é regularmente paga pelo trabalho exercido (Chiavenato, 1989). Essa se refere, portanto, “ao salário base, contribuições sociais, gratificações anuais, décimo terceiro salário, férias e, ainda, benefícios indiretos, tais como, assistência médica, auxílio alimentação, entre outros”, de acordo com Degenhart, Martins & Hein (2017, p. 121).

A remuneração variável é também um valor pecuniário, recebido no final do exercício social, e advém do cumprimento de metas pré-determinadas entre o trabalhador e a empresa, isto é, tem como base o desempenho voltado aos objetivos da organização, materializados em indicadores contábeis e financeiros, como por exemplo, lucro líquido ou valor gerado aos acionistas (Chiavenato, 1989; Murphy, 1999). Essa segregação entre remuneração fixa e variável (de curto e longo prazo) tende a estar relacionada à concepção de remuneração como ferramenta de estratégia de uma empresa visando ao alinhamento de interesses entre principal e agente (Beuren, Silva & Mazzioni, 2014). A Figura 1 apresenta a composição da remuneração em cada um dos grupos.

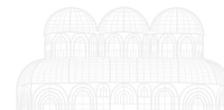


Figura 1

Detalhamento dos tipos de remuneração

Remuneração fixa	Remuneração variável de curto prazo	Remuneração variável de longo prazo
<p>Direitos: Salário Base Contribuições Sociais Gratificações Anuais Décimo Terceiro Salário Férias</p> <p>Indiretos: Assistência Médica Aluguéis Auxílio Alimentação Carro Etc.</p> <p><i>Skill-based-pay</i>: remunera os indivíduos com base nas habilidades ou conhecimentos que possuem (podem ser também de longo prazo).</p>	<p><u>Relativos ao desempenho</u>:</p> <p><i>Gain sharing</i>: remunera em função da redução de custos, produtividade.</p> <p><i>Profit sharing</i>: são os lucros distribuídos em um determinado período.</p> <p><i>Pay-for-performance</i>: vincula-se ao alcance de metas/resultados individuais, traduzindo-se em bônus ou gratificações em dinheiro, geralmente recebidos no final do exercício social.</p>	<p><u>Relativos ao desempenho</u>:</p> <p><i>Stock options</i>: são incentivos de longo prazo, que possibilitam aos empregados a aquisição de ações com preço subsidiado.</p> <p><i>Benefícios de remuneração em ações</i>: pode diferenciar-se por proporcionar pagamento futuro vinculado ao valor de mercado das ações da entidade.</p> <p><u>Pós-emprego</u>:</p> <p><i>Demissões</i>: acordos formais e informais que comprometem a entidade com o empregado após a extinção do vínculo de serviço, por exemplo, com planos de aposentadoria complementar, pensões, seguros de vida, etc.</p>

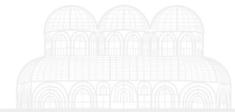
Fonte: Beuren *et al.*, 2014.

Os tipos de remuneração variam de empresa para empresa e de acordo com o contexto social, o que leva a uma heterogeneidade nas práticas de remuneração dos executivos (Beuren *et al.*, 2014). Entretanto, apesar dessa heterogeneidade, pode-se afirmar que a maioria das remunerações possuem um salário base, opções de ações, um bônus anual ligado ao desempenho da empresa e planos de incentivos de longo prazo, bem como benefícios especiais, como planos de aposentadoria suplementares e seguro de vida (Degenhart *et al.*, 2017).

Os incentivos aos executivos de uma empresa são um elemento importante, como mencionado, em um contexto em que a autoridade para tomada de decisão é delegada pelo proprietário a outra pessoa, pois, segundo a teoria da agência, o agente tende a agir em desacordo com os objetivos do principal. Portanto, a política de remuneração é um constituinte relevante na estrutura da governança corporativa de uma firma (Jensen & Meckling, 1976).

Nunes e Marques (2005) relataram que, no Brasil, empresas americanas instaladas no país foram as primeiras a adotarem planos de incentivos, na década de 1970. Tal adoção, em âmbito nacional, teve um lento e gradativo crescimento posterior (Beuren *et al.*, 2014).

Vale ressaltar que os planos de incentivo não são garantia de que os interesses de agente e principal irão convergir. Sunder (1997) argumenta que, pelo fato das habilidades dos gerentes não poderem ser observadas diretamente, os seus serviços são precificados por meio de dados de desempenho passado. Por essa razão, pequenas mudanças nos dados atuais de desempenho afetam sensivelmente o bem-estar dos gestores. Assim, há uma tendência de os gestores suavizarem seus dados de desempenho, não é essa a expectativa dos acionistas. Diante do exposto, é preciso que haja monitoramento para avaliar se as relações pré-estabelecidas pelos contratos têm sido cumpridas (Watts & Zimmerman, 1986).



Apesar disso, a teoria da agência prevê que, com a existência de conflitos de agência, contratos de incentivos são firmados a fim de motivar os gestores a agir de acordo com os interesses dos proprietários e para maximizar o valor da empresa (Weiss, 2011). Dessa forma, a remuneração dos executivos deve ser positivamente relacionada ao desempenho da empresa e esta é a primeira hipótese de pesquisa do presente trabalho:

H₁: Há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Em relação ao setor financeiro, Adams e Mehran (2003) expõem que a governança de bancos se difere da governança das empresas não financeiras. Isso se deve à diversidade de partes interessadas na performance dessas instituições que englobam investidores, gestores, depositantes e órgãos reguladores. Há uma preocupação por parte dos órgãos reguladores com o desempenho dessas instituições devido ao seu efeito na economia de um país. No mesmo sentido, Ferrarini e Ungureanu (2011) afirmam que a governança corporativa dos bancos tem características únicas, devido a acionistas e gestores estarem mais propensas ao risco moral do que os de instituições não financeiras.

2.2 Remuneração dos Executivos e Desempenho Organizacional

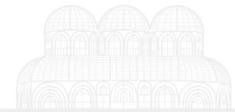
A relação entre remuneração de executivos e desempenho é um tema que têm atraído o interesse da comunidade acadêmica devido ao papel da remuneração no relacionamento entre administrador e proprietário, como discutido no tópico anterior, e também devido à exposição de falhas nas práticas de remuneração dos diretores executivos depois de vários escândalos ocorridos em organizações norte-americanas e da crise financeira, ambos nesse início de novo milênio (Bebchuk & Fried, 2003; Krauter, 2013; Fernandes & Mazzioni, 2015).

Ferrarini e Ungureanu (2011) comentam que um dos argumentos para as possíveis causas da crise na Europa foi o de que poucos incentivos foram dados aos executivos dos bancos. Críticos alegaram que a sua remuneração não estava adequadamente relacionada com o desempenho de longo prazo. No entanto, a pesquisa realizada por esses autores indica não ser esse o motivo de bancos terem ido à falência, visto que as estruturas de governança corporativa e de remuneração dos bancos não eram absolutamente erradas. Percebem-se, então, diferentes visões sobre o impacto dessa relação remuneração *versus* desempenho organizacional.

No Reino Unido, Shiwakoti (2012) pesquisou a relação entre desempenho das empresas de sociedades desmutualizadas e a remuneração executiva no setor de serviços financeiros, comparando com a sua posição antes da desmutualização, e também com sociedades de construção que não desmutualizaram e com bancos de varejo. O período de análise foi de 1993 a 2000 e constatou-se que o tamanho da empresa afeta, significativamente, a remuneração total dos *CEOs* de empresas convertidas em sociedades anônimas e que esta não está relacionada ao desempenho da firma.

Klotzle e Costa (2006) investigaram, por meio de uma amostra de 19 bancos, analisados no período de 1998 a 2003, a influência de mecanismos internos de governança corporativa, especificamente, do Conselho de Administração e da Estrutura de Propriedade, sobre o desempenho econômico-financeiro e o valor dos bancos no Brasil. O estudo encontrou uma fraca influência desses mecanismos sobre o desempenho, bem como sobre as medidas de valor estudadas.

Oyadomari, Cesar, Souza e Oliveira (2009) examinaram quais são as práticas de remuneração variável utilizadas pelas empresas e como as metas de remuneração estão vinculadas às metas do Sistema de Controle Gerencial, bem como se há correspondência entre



metas organizacionais e individuais. A maior parte da amostra, a qual foi composta por 21 empresas de grande porte, pertence ao ranking dos 200 maiores grupos econômicos do Brasil, realizado pelo Valor Econômico, e duas dessas empresas são do setor financeiro. Os autores entenderam que as metas individuais (relacionadas à remuneração variável) estão associadas às metas organizacionais e que houve, com isso, diminuição dos conflitos de agência. Além disso, o sistema de remuneração variável apresentou um efeito motivador na busca por desempenho. Isto é, a não adoção desse tipo de prática contribui para índices baixos de desempenho.

No Brasil, esse tema obteve mais destaque ainda a partir do ano de 2009, quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinou que os valores pagos, a título de remuneração para a administração e os conselhos, fossem divulgados no Formulário de Referência pelas empresas de capital aberto.

Fernandes e Mazzioni (2015) investigaram a existência de correlação entre as medidas de desempenho em empresas financeiras brasileiras de capital aberto e a remuneração dos seus executivos, assim considerados os membros do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal, no período de 2009 a 2011. A amostra foi composta por empresas de capital aberto integrantes do setor econômico classificado como “Financeiro e outros” pela B3, e que possuíam registro ativo na CVM em 31/12/2011. Os resultados indicaram não haver uma correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das empresas em questão. Entretanto, a remuneração variável apresentou correlações significativamente positivas com as variáveis de desempenho empregadas na pesquisa.

Com base nesse estudo foi elaborada a segunda hipótese de pesquisa do presente trabalho:

H₂: A remuneração variável dos executivos se manifesta mais correlacionada com o desempenho econômico-financeiro das empresas do que a remuneração fixa.

Por fim, Aguiar e Pimentel (2017), utilizando dados longitudinais de 333 empresas listadas na B3, das quais 33 delas são do setor financeiro, entre 2011 e 2015, investigaram a existência ou não de relação entre remuneração de executivos e desempenho em empresas brasileiras. O efeito motivador do nível e composição da remuneração no desempenho financeiro e de mercado analisado nesta pesquisa se deu por meio de análise contemporânea e defasada, visto que, segundo os autores, a remuneração atual é fruto de performance passada. Os resultados indicaram a existência de relação entre remuneração e desempenho tanto financeiro quanto de mercado, bem como de curto quanto de longo prazo. Os achados indicam uma relação bidirecional entre remuneração e desempenho, além de sugerir que aumentos na remuneração tendem a gerar melhores desempenhos futuros.

Percebe-se, por meio da literatura, que não há um consenso quanto à existência de uma relação entre a remuneração de executivos e desempenho organizacional, seja ele financeiro ou de mercado. Além disso, são escassos os estudos focados nesse assunto. No Brasil, somente Fernandes e Mazzioni (2015) se dedicaram à investigação da referida relação utilizando somente o setor financeiro.

Quanto à mensuração do desempenho organizacional, sabe-se que ele é afetado por variáveis de natureza financeira e não financeira (Frezzati, Rocha, Nascimento e Junqueira, 2009). Ademais, diversos modelos de avaliação de desempenho organizacional são usados por gerentes e analistas, isso evidencia que o método adotado depende do contexto empresarial (Macedo, Souza e Oliveira, 2004). Contudo, Kihn (2010) argumenta que o uso de medidas de contabilidade pode ajudar na objetividade de medidas de desempenho. Elas não devem ser desconsideradas, visto que o lucro ainda é a principal meta das empresas (Chapman, 1997).



Em concordância, Watts e Zimmerman (1986) argumentam que os dados contábeis oportunizam o estabelecimento de contratos de remuneração baseados, por exemplo, no lucro, receita, margem de contribuição, dentre outros. Por isso, foram elencadas na presente pesquisa medidas financeiras e não financeiras para medir o desempenho organizacional, conforme descrito na metodologia.

3. Metodologia

A presente pesquisa permite qualificá-la como descritiva, documental e com abordagem quantitativa. Os dados referentes à remuneração dos diretores executivos foram coletados nos Formulários de Referência divulgados pelas empresas no sítio eletrônico da CVM, conforme Instrução CVM nº 480/2009, o qual detalha a composição das remunerações, de forma a evidenciar como a política de remuneração se alinha aos interesses das empresas. As informações contábeis e de mercado foram coletadas na base de dados Economática®. O período de análise corresponde aos anos de 2013 a 2016.

A população de interesse deste estudo compreendeu todas as empresas brasileiras listadas na B3, do setor “Financeiro e outros”, sendo composta por 311 empresas. Esse setor foi escolhido devido às suas peculiaridades e características únicas que o difere de outros setores como objetivo de contribuir com o entendimento do assunto, visto a existência de resultados divergentes encontrados em pesquisas anteriores.

A amostra constituiu-se das organizações que divulgaram todas as variáveis utilizadas neste estudo em cada ano pesquisado, o que totalizou 31 empresas. A Tabela 1 demonstra o número de empresas pertencentes à amostra, bem como o subsetor econômico em que estão enquadradas na B3.

Tabela 1
Composição da população e amostra por subsetor do setor “Financeiro e outros”

Subsetor	População	% População	Amostra	% Amostra
Exploração de Imóveis	14	5%	8	26%
Fundos	173	56%	0	0%
Holdings Diversificadas	14	5%	1	3%
Intermediários Financeiros	38	12%	16	52%
Outros	27	9%	0	0%
Outros Títulos	3	1%	0	0%
Previdência e Seguros	10	3%	3	10%
Securitizadoras de Recebíveis	17	5%	0	0%
Serviços Financeiros Diversos	15	5%	3	10%
Total	311	100%	31	100%

Fonte: Elaborada pelos autores

O presente estudo tem como objetivo correlacionar o desempenho das empresas com a remuneração dos executivos, assim, utilizou-se, como variável dependente, a remuneração dos diretores executivos (remuneração fixa e variável) e como variáveis explicativas utilizou-se de indicadores de desempenho econômico-financeiro, demonstrados na Figura 2.

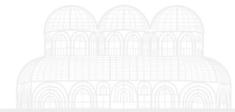


Figura 2
Variáveis utilizadas no estudo

Variáveis	Descrição	Autores
Remuneração Fixa Média (RFM)	Remuneração fixa/Nº de membros	Krauter (2013); Fernandes e Mazzioni (2015); Degenhart <i>et al.</i> (2017).
Remuneração Variável Média (RVM)	Remuneração variável/Nº de membros	Nascimento <i>et al.</i> (2011); Krauter (2013) e Degenhart <i>et al.</i> (2017).
Retorno sobre Ativos (ROA)	Lucro Líquido/Ativo Total	Nascimento <i>et al.</i> (2011); Vasconcelos e Monte (2013); Beuren <i>et al.</i> (2014); Fernandes e Mazzioni (2015); Degenhart <i>et al.</i> (2017).
Liquidez Geral (LG)	Ativo total/Passivo total	Degenhart <i>et al.</i> (2017)
Lucro por Ação (LPA)	Lucro Líquido/Nº de ações	Nascimento <i>et al.</i> (2011); Vasconcelos e Monte (2013); Beuren <i>et al.</i> (2014); Fernandes e Mazzioni (2015); Degenhart <i>et al.</i> (2017).
Retorno Acionário (RA)	Cotação da ação (t-1)/Cotação da ação t	Fernandes e Mazzioni (2015) e Beuren <i>et al.</i> (2014).
Índice de Valor de Mercado (IVM)	Valor de mercado/Valor contábil	Beuren <i>et al.</i> (2014) e Fernandes e Mazzioni (2015)
Variável dummy	1-privado; 0-público	Fernandes e Mazzioni (2015)

Fonte: Elaborada pelos autores.

A remuneração dos executivos, principal variável do estudo, é medida pela remuneração total, a qual é constituída pela parcela fixa mais a variável. Assim, a Remuneração Variável Média (RVM) compreende a remuneração variável paga aos membros da diretoria dividida pelo número total de diretores. O mesmo cálculo foi aplicado para a variável Remuneração Fixa Média (RFM). Como no estudo de Fernandes e Mazzioni (2015), os valores das remunerações foram transformados por meio da logaritmização.

As variáveis de desempenho econômico-financeiro, utilizadas nesta pesquisa, se constituem nos indicadores ROA, LG, LPA, RA e IVM. Também, foi inserida uma *dummy* com a finalidade de captar o efeito das instituições privadas em detrimento das públicas.

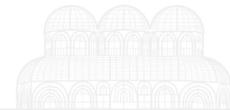
Para verificar as hipóteses H_1 e H_2 , utilizou-se a técnica estatística de correlação canônica. De acordo com Mingoti (2005), a correlação canônica tem como objetivo estudar as relações lineares existentes entre os dois grupos de variáveis. Esse tipo de correlação tem como finalidade quantificar a força da relação existente entre um grupo de variáveis dependente se outro de variáveis independentes com a finalidade de elevar, ao máximo, a correlação entre esses conjuntos de variáveis (Fávero *et al.*, 2009 e Hair Jr. *et al.*, 2009).

4. Análise dos Dados e Discussão dos Resultados

A descrição e análise dos resultados estão apresentadas nesta seção. Inicialmente, será demonstrada a estatística descritiva dos dados coletados, bem como uma visão geral da composição da política de remuneração dos executivos do setor “Financeiro e outros” das empresas listadas na B3. Posteriormente, será analisada a correlação proposta neste estudo.

Na Tabela 2, constam as informações descritivas sobre as variáveis de remuneração e de desempenho econômico-financeiro. Observa-se que as médias das remunerações fixa (RFM) e variável (RVM) foram, respectivamente, R\$ 939.445, com um desvio de R\$ 708.273 e, R\$ 1.679.398 com um desviode R\$ 2.572.196. Assim, verifica-se que o valor da remuneração variável sofreu maiores oscilações no período.

No que se refere às variáveis de desempenho, a média do Retorno sobre o Ativo (ROA) foi de 1,62% e a do Retorno Acionário (RA) foi de 1,13%. As empresas analisadas demonstram em média, um lucro por ação de 1,4%. Em relação ao indicador econômico Índice



de Valor de Mercado (IVM), o percentual médio foi de 1,56%. Dentre essas variáveis, o indicador ROA apresentou maior variabilidade entre as empresas, com um desvio padrão de 14,87%.

Tabela 2
Estatística descritiva das variáveis do estudo de 2013 a 2016

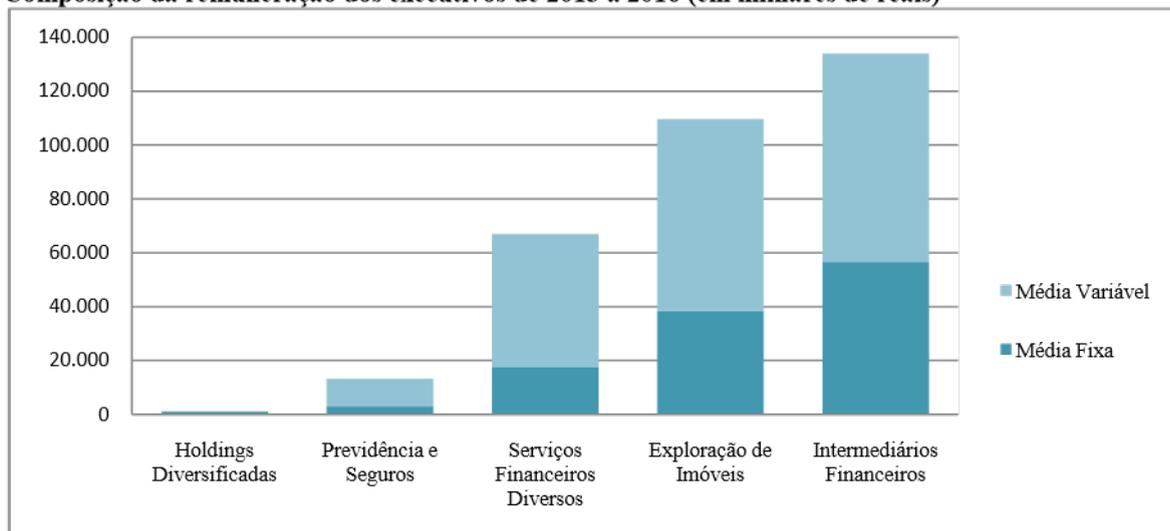
Variáveis	RFM	RVM	ROA	LG	LPA	RA	IVM
Média	939.445	1.679.398	1,62	1.40	1,20	1,13	1,56
Mínimo	-	-	- 117,80	0.20	- 22,73	0,66	0,25
Máximo	5.433.417	14.200.000	80,30	11.60	21,75	6,65	15,53
Desvio Padrão	708.273	2.572.196	14,87	1.54	3,93	0,58	2,45

Nota: Os dados da estatística descritiva estão em valores absolutos. Para o cálculo da correlação canônica, os valores das remunerações foram transformados por meio da logaritmização, a fim de reduzir a dispersão.

Fonte: Elaborada pelos autores

Por meio da Figura 3 é apresentada a composição da remuneração dos executivos brasileiros das empresas analisadas. Como se pode observar, a remuneração variável corresponde a maior parcela da remuneração total paga aos executivos. A proporção entre a parcela variável e a fixa, em relação à remuneração total, é de 64% e 36%, respectivamente. No que diz respeito ao subsetor “Intermediários Financeiros”, o qual possui maior representatividade na amostra, essa proporção é de 24% de remuneração variável e, 17% de fixa.

Figura 3
Composição da remuneração dos executivos de 2013 a 2016 (em milhares de reais)



Fonte: Elaborado pelos autores

Através da Figura 4, é possível verificar como se procedeu ao pagamento da remuneração variável nos anos analisados. Assim, observa-se um comportamento inverso entre a remuneração por meio da Participação nos Lucros e Resultados (PLR) e a remuneração por Opções por Compra de Ações a partir de 2014.

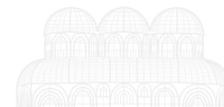
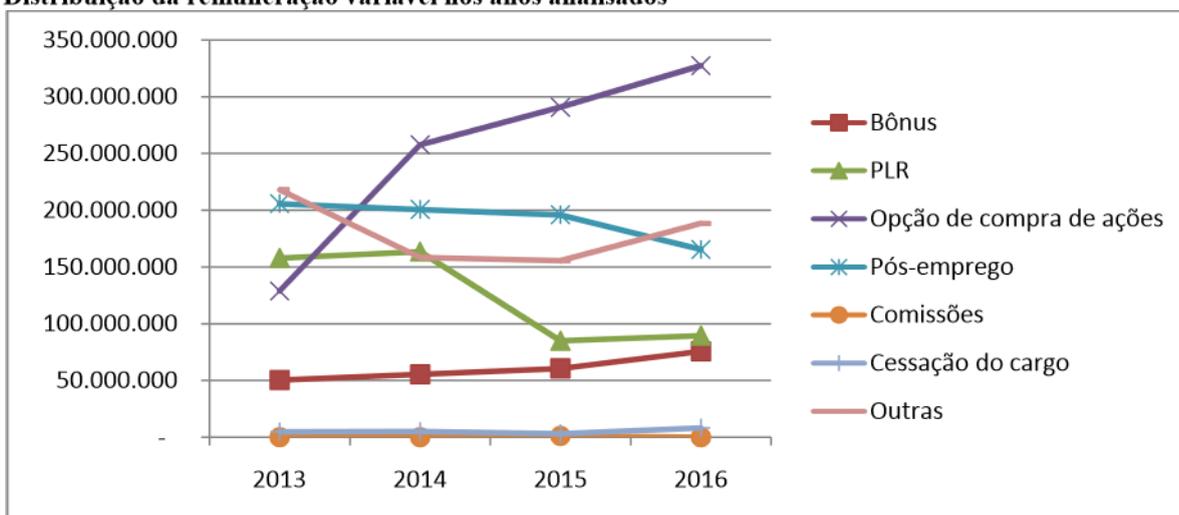


Figura 4
Distribuição da remuneração variável nos anos analisados



Fonte: Elaborado pelos autores

A correlação canônica entre as variáveis de remuneração e as variáveis de desempenho econômico-financeiras está demonstrada Tabela 3. Para este modelo, existem duas dimensões canônicas (dimensão 1 e 2).

Tabela 3
Correlações canônicas entre as variáveis

Dimensão	Correlação	Wilks' lambda	Prob>F
1	0.7209	456013	0.0000
2	0.2252	949299	0.5011

Fonte: Elaborada pelos autores

Por meio dos resultados, pode-se observar que a melhor combinação linear das variáveis de remuneração está correlacionada em 0.7209 com a melhor combinação linear das medidas de desempenho (dimensão 1). Tal correlação pode ser comprovada por meio do p-valor do Teste de Wilks' lambda, o qual possui a hipótese nula de que os dois conjuntos de variáveis não estão linearmente relacionados. Como o p-valor da dimensão 1 é de 0,0000 rejeita-se a hipótese nula ao nível de significância de 1%. Portanto, os dois grupos de variáveis (remuneração e desempenho) estão intimamente relacionadas, confirmando, assim, a hipótese H_1 de que há correlação significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Tal resultado corrobora com os achados de Aguiar e Pimentel (2017), os quais identificaram a existência de uma relação entre remuneração e desempenho das empresas financeiras brasileiras, sugerindo que aumentos na remuneração tendem a gerar melhores desempenhos futuros.

Para a dimensão 2, a correlação foi de 0.2252 e o p-valor de 0.5011, não rejeitando, dessa maneira, a hipótese nula a um nível de significância de 1%. Portanto, nenhuma atenção será dada aos seus coeficientes.

Na Tabela 4, é apresentada a variação canônica para o conjunto de variável de remunerações a qual se constitui numa combinação linear de remuneração fixa e variável. Essa combinação é calculada para ser correlacionada ao máximo com a variação canônica do grupo de desempenho.

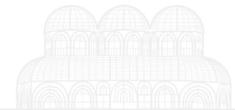


Tabela 4
Coefficientes da variação canônica - remunerações

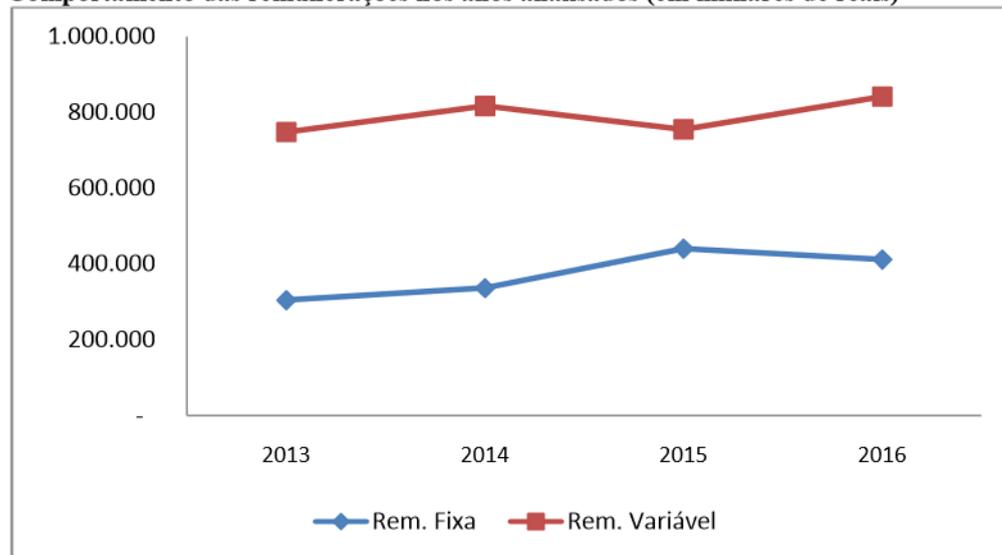
Variável	Dimensão 1	Prob>F
RFM	-0.7835	0.0000
RVM	0.6897	0.0000

Fonte: Elaborada pelos autores

Observa-se que as variáveis RFM e RVM apresentaram um comportamento divergente, uma vez que a remuneração fixa denotou um resultado negativo de 0.7835 enquanto a parcela variável demonstrou um valor positivo de 0.6897. Dessa forma, um aumento de uma unidade na RVM leva a um aumento de 0.6897 na correlação canônica do grupo de remunerações quando todas as outras variáveis são mantidas constantes. Comportamento inverso é observado em relação à remuneração fixa, na qual um aumento de uma unidade na RFM leva a um decréscimo de 0.7835 na correlação entre as remunerações.

Essa relação inversa pode ser constatada por meio da Figura 5, a qual demonstra o comportamento das parcelas fixas e variáveis pagas aos executivos durante os anos analisados.

Figura 5
Comportamento das remunerações nos anos analisados (em milhares de reais)



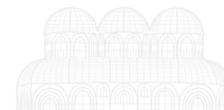
Fonte: Elaborada pelos autores

Em relação à hipótese H_2 , de que a remuneração variável é mais correlacionada, com o desempenho econômico-financeiro das empresas do que a parcela fixa, a Tabela 5 demonstra que tal hipótese é confirmada.

Tabela 5
Carga canônica das variáveis de remuneração

Variáveis	Carga canônica
RFM	0.3310
RVM	0.8681

Fonte: Elaborada pelos autores



Assim, a carga canônica da variável RVM é de 0.8681 contra 0.3310 da RFM. Logo, pode-se afirmar que a remuneração variável apresenta maior influência para a formação da correlação canônica do grupo de remuneração, ou seja, pode-se dizer que o desempenho econômico-financeiro das empresas está mais correlacionado com a parcela variável paga aos executivos do que com a fixa.

Esse resultado vai ao encontro dos achados de Fernandes e Mazzioni (2015) os quais verificaram a existência de correlações significativamente positivas entre a remuneração variável e o de desempenho organizacional das instituições financeiras. E, também, com os resultados de Oyadomari *et al.* (2009) os quais identificaram que as metas individuais (relacionadas à remuneração variável) estão associadas às metas organizacionais.

Portanto, a partir dos resultados obtidos, presume-se que a remuneração dos executivos está associada positivamente com o desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas. E, que a parcela variável é mais correlacionada com esse desempenho do que a parcela fixa. Dessa maneira, os resultados demonstram que quanto maior a remuneração da diretoria executiva, maior é o desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas do setor financeiro da B3.

5. Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo verificar a existência de correlação entre a remuneração dos diretores executivos e o desempenho econômico-financeiro das organizações pertencentes ao setor “Financeiros e outros” da B3, no período de 2013 a 2016. Este estudo identificou, também, qual tipo de remuneração, fixa ou variável, se mostra mais correlacionada com o desempenho das organizações.

Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A técnica estatística utilizada foi a correlação canônica entre as variáveis de remuneração e desempenho cujos resultados apontam a existência de uma correlação positiva e estatisticamente significativa. Esses resultados implicam que quanto maior a remuneração dos diretores executivos, maior o desempenho das empresas analisadas, corroborando dessa maneira com os pressupostos da teoria da agência.

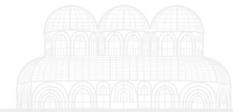
Outro resultado encontrado neste estudo foi de que a parcela variável paga aos executivos é mais correlacionada com o desempenho organizacional do que a parcela fixa, confirmando as suposições da teoria da agência de que a remuneração variável se constitui em um estímulo aos executivos para que esses possam ser mais comprometidos com os objetivos organizacionais.

Assim, este estudo contribui para consolidar e expandir os resultados obtidos no contexto brasileiro, e mostra-se importante tanto pela falta de convergência dos achados em estudos anteriores quanto devido à escassez de pesquisas empíricas, analisando a relação entre remuneração e desempenho do setor financeiro.

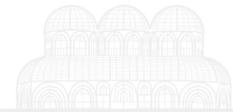
Uma das limitações encontradas neste estudo refere-se à acurácia das informações coletadas a respeito da remuneração dos executivos, uma vez que foram identificados valores divergentes entre as informações divulgadas entre os anos analisados. Por essa razão, foram utilizadas as informações publicadas no ano de 2016 as quais continham as remunerações dos anos de 2013 a 2016.

6. Referências

Adams, R., & Mehran, H. (2003). Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review*, 9(1), 123-142.



- Aguiar, A. A., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 21(4).
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Beuren, I. M., Silva, M. Z. & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2), 8-25.
- Chapman, C. S. (1997). Reflections on a contingent view of accounting. *Accounting, organizations and society*, 22(2), 189-205.
- Chiavenato, I. (1989). *Recursos humanos na empresa*. São Paulo: Atlas.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exia-to.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 01 nov 2017.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Degenhart, L., da Costa, D. D. L. C., & Nelson, H. (2017). Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. *Enfoque*, 36(3), 118.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.
- Ferrarini, G., & Ungureanu, M. C. (2011). Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at European banks. *Vanderbilt Law Review*, 64(2), 431-501.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.
- Frezatti, F., Rocha, W., Nascimento, A. R., & Junqueira, E. (2009). Controle gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico. São Paulo: Atlas.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kihn, L. A. (2010). Performance outcomes in empirical management accounting research: Recent developments and implications for future research. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(5), 468-492.



- Klotzle, M. C., Costa, L. A. (2006). Governança corporativa e desempenho dos bancos no Brasil. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 4(4), 22-36.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 259-273.
- Macedo, M. A. S., Souza, M. A. F. & Oliveira, M. A. (2004). Análise de desempenho organizacional no setor varejista brasileiro. *Anais do Simpósio de Engenharia de Produção*, Bauru, SP, Brasil, 11.
- Mingoti, S. A. (2005). *Análise de dados através de métodos de estatística multivariada - uma abordagem aplicada*. Belo Horizonte: Editora UFMG.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3(1), 2485-2463.
- Nascimento, E. M., Dias, W. O., Barbosa Neto, J. E., & CUNHA, J. V. A. (2011). Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. *Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 11.
- Nunes, A. A. & Marques, J. A.V. C. (2005). Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 16(38), 57-73.
- Oyadomari, J. C. T., Cesar, A. M. R. V. C., Souza, E. F. & Oliveira, M. A. (2009). Influências da Remuneração de Executivos na Congruência de Metas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(12), 53-74.
- Shiwakoti, R. K. (2012). Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. *Accounting & Finance*, 52(1), 213-235.
- Vasconcelos, A. F.D., & do Monte, P. A. (2013). A Remuneração de Executivos e o desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. *RegistroContábil*, 4(1), 1-18.
- Watts, R. L. & Zimmerman, G. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Weiss, D. (2011). Examining shareholder value creation over CEO tenure: a new approach to testing effectiveness of executive compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 23, 29-36.