

Área Temática: Gestão de Pessoas

A Relação entre a Remuneração dos Executivos e o Desempenho Financeiro nas Empresas Brasileiras

AUTORES

ELIZABETH KRAUTER

Universidade de São Paulo
ekrauter@usp.br

ALMIR FERREIRA DE SOUSA

Universidade de São Paulo
abrolhos@usp.br

Resumo

O objetivo desta pesquisa foi investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. Os dados da pesquisa são secundários. A amostra não probabilística é formada por 79 empresas. Para operacionalizar a variável independente remuneração, foram utilizados, além do salário mensal e do salário variável, três índices criados especialmente para essa pesquisa: benefícios, carreira e desenvolvimento. Esses índices medem o acesso a benefícios, a mecanismos de estímulo e suporte à carreira, a mecanismos de estímulo à educação. Trata-se de itens oferecidos pelas empresas a seus diretores, vice-presidentes e presidentes, os quais são denominados, neste trabalho, de “executivos”. Esses dados de remuneração referem-se ao exercício de 2008. Quanto à variável desempenho financeiro, por tratar-se de um construto multidimensional, foram utilizados três indicadores contábeis – crescimento das vendas, retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre ativos – do exercício de 2008. O porte e o setor foram utilizados como variáveis de controle. Os resultados da análise de regressão linear múltipla não permitiram comprovar a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras.

Abstract

The objective of this research is to investigate the relationship between the executive compensation and the corporate financial performance in Brazilian companies. The research data are secondary. The non-probabilistic sample is comprised of 79 Brazilian companies. In order to operationalize the independent remuneration variable, the authors used monthly salary and variable salary, and three indices that were created for this survey: benefits, career and development. These indices measure the access to benefits, mechanisms for stimulating and supporting careers and mechanisms to encourage education and professional development that companies offer their directors, vice presidents and CEOs, who are referred to in this paper by the term “executive”. The remuneration data is from fiscal year 2008. In order to operationalize the corporate financial performance variable, three accounting indicators were used – growth of sales, return on equity and return on assets – for fiscal year 2008. The size and sector were used as control variable. The results of multiple regression analysis did not support the hypothesis that there is a positive and significant relationship between executive compensation and corporate financial performance.

Palavras-chave: remuneração; executivos; desempenho financeiro.

1. Introdução

A abordagem mais utilizada para explicar os conflitos de interesses entre acionistas e executivos é a teoria do principal-agente ou teoria de agência (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Segundo esta, o principal (acionista) contrata um agente (executivo) para executar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para 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).

Como os acionistas têm um controle imperfeito sobre seus executivos, o sistema de remuneração é considerado, por muitos, o mecanismo mais eficiente para alinhar os interesses e limitar as divergências (AGGARWAL; SAMWICK, 1999; DEVERS; CANNELLA; REILLY; YODER, 2007; SHIM; LEE, 2003).

As pesquisas que estudaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas utilizaram, em sua maioria, dados de corporações norte-americanas e/ou focaram o contexto norte-americano (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987; BARKEMA; GÓMEZ-MEJIA, 1998). Os resultados são divergentes e não conclusivos (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987; BARKEMA; GÓMEZ-MEJIA, 1998). Algumas dessas pesquisas encontraram relações fracas; outras observaram relações não significantes entre as variáveis (BARKEMA; GÓMEZ-MEJIA, 1998).

Apesar das pesquisas realizadas nos últimos anos, existem poucas evidências empíricas sobre a existência de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas. A realização de estudos em outros contextos, diferentes do norte-americano, pode contribuir para o melhor entendimento deste tema.

2. Problema de pesquisa e objetivo

A importância e a relevância do tema, as divergências encontradas em resultados de pesquisas anteriores da mesma natureza e o interesse em compreender essa relação no contexto do mercado brasileiro, motivaram a realização dessa pesquisa. Ela teve como objetivo: *Investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras*. E procurou responder à seguinte pergunta: *Qual a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras?*

3. Fundamentação teórica

A remuneração é um dos sistemas mais importantes e complexos da administração de Recursos Humanos. Ao mesmo tempo em que estimula a busca por desempenhos cada vez melhores, o sistema de remuneração alinha o comportamento das pessoas com os objetivos estratégicos do negócio, levando a empresa a alcançar níveis superiores de desempenho financeiro (BÁLKIN; GÓMEZ-MEJIA, 1987; GÓMEZ-MEJIA; WELBOURNE, 1988). A Figura 1 apresenta o conceito de remuneração utilizado neste trabalho.

A remuneração financeira “é a contrapartida econômica e/ou financeira de um trabalho realizado pela pessoa” (DUTRA, 2002, p. 181). Pode ser dividida em remuneração direta e remuneração indireta. O primeiro tipo refere-se ao montante total em dinheiro recebido pela pessoa, em contrapartida ao trabalho realizado. Inclui a remuneração fixa e a remuneração variável (DUTRA, 2002).

A remuneração indireta é representada pelos benefícios relacionados ao trabalho realizado, concedidos às pessoas envolvidas. Seu objetivo é oferecer segurança e conforto (DUTRA, 2002). São exemplos de benefícios: assistência médica, seguro de vida em grupo, automóvel, entre outros.

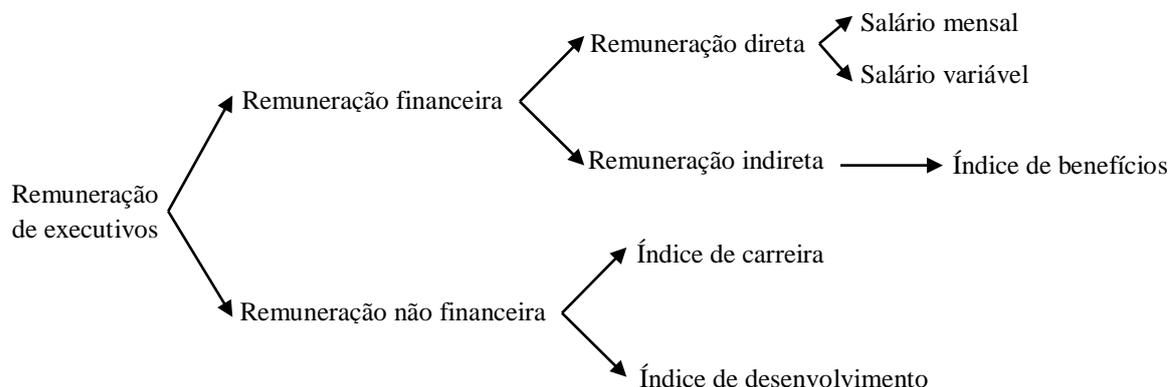


Figura 1 – O conceito de remuneração

Fonte: KRAUTER, 2009, p. 44.

As organizações têm incorporado remuneração não financeira a seus pacotes de remuneração de executivos, e essa informação foi ignorada nas pesquisas realizadas (CARLON; DOWNS; WEST-GRAY, 2006). Aspectos relacionados à carreira e ao desenvolvimento pessoal e profissional são dois dos fatores não financeiros em questão. Segundo o PROGEP (2009), o aspecto mais valorizado pelas pessoas é a perspectiva de crescimento profissional na empresa. Essa possibilidade é materializada por meio da carreira profissional oferecida. Em seguida, vem a educação, considerada um aspecto fundamental para a sustentabilidade do desenvolvimento profissional

O desempenho organizacional é um tema frequente em muitas áreas da Administração. Embora a importância do conceito de desempenho seja amplamente reconhecida, não existe consenso entre os pesquisadores a respeito de como operacionalizá-lo (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986). Alguns autores, como Chakravarthy (1986), Keats (1990) e Venkatraman e Ramanujam (1986, 1987) acreditam que o conceito desempenho tem múltiplas dimensões. Assim, para medi-lo, é preciso utilizar mais de um indicador.

Venkatraman e Ramanujam (1987) demonstraram que o construto desempenho financeiro tem, pelo menos, duas dimensões distintas: crescimento e rentabilidade. Cada uma dessas dimensões pode ser operacionalizada por um ou mais indicadores. A rentabilidade, por exemplo, pode ser medida por indicadores como retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre investimentos (ROI). O crescimento pode ser dimensionado por indicadores como aumento das vendas.

Os próximos parágrafos apresentam um breve resumo das pesquisas empíricas que estudaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa.

A pesquisa de Attaway (2000) examinou a relação entre o desempenho da empresa e a remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*) em uma amostra de 42 grandes companhias do setor de computadores e eletrônicos, nos Estados Unidos. Os dados secundários foram coletados no período de 1992 a 1996. As variáveis de controle utilizadas foram: idade do CEO, tempo no cargo, porcentagem de ações da empresa em

poder do CEO e grau de escolaridade do CEO. O retorno sobre patrimônio líquido (ROE) mediu o desempenho da empresa. Os resultados das análises de correlação e de regressão mostraram que existia uma relação fraca, mas positiva, entre o desempenho da empresa e a remuneração do CEO.

Ozkan (2007) examinou a relação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa, em uma amostra de 390 empresas britânicas não financeiras, presentes no índice FTSE, no período de 1999 a 2005. A remuneração incluiu: salário-base, bônus, *stock options* e planos de incentivo de longo prazo. O desempenho foi medido pelo retorno da ação e pelo retorno sobre ativos (ROA). Como variáveis de controle foram utilizadas as variáveis de governança: concentração de propriedade e estrutura do conselho. Utilizou-se também o tamanho da empresa, medido pelas vendas e pela oportunidade de crescimento. Este foi dimensionado pelo Q de Tobin. Os resultados dos testes de regressão indicaram que existe uma relação positiva e significativa entre remuneração recebida em dinheiro (salário-base + bônus) e desempenho. Revelaram ainda uma relação positiva, mas não significativa, entre remuneração total e desempenho.

No Brasil, Krauter (2009) investigou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro da empresa, em uma amostra de 44 empresas do setor industrial. A remuneração referente ao exercício de 2006 incluiu: salário-base, salário variável, índice de benefícios, índice de carreira e índice de desenvolvimento. O desempenho financeiro foi medido pelos indicadores contábeis: crescimento das vendas, ROE e margem líquida sobre as vendas, de dois exercícios sociais: 2006 e 2007. A análise de correlação de Pearson mostrou associações fracas e negativas entre as seguintes variáveis: a) índice de carreira e crescimento das vendas de 2006; b) índice de carreira e ROE de 2006; c) índice de desenvolvimento e ROE de 2006. A análise de correlação de Spearman apontou: a) associação fraca e positiva entre índice de benefícios e margem líquida sobre as vendas de 2006; b) associação fraca e negativa entre índice de desenvolvimento e ROE de 2006. Os resultados da análise de regressão linear múltipla não permitiram comprovar a existência de relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.

4. Metodologia

A pesquisa é descritiva e utiliza o método quantitativo. A análise de regressão linear múltipla é aplicada para testar a seguinte hipótese: *Existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras*. Essa técnica foi utilizada na maioria dos trabalhos anteriores, como os desenvolvidos por Attaway (2000); Ozkan (2007).

Os dados utilizados na pesquisa são secundários. As informações das variáveis independentes e de controle foram extraídas do banco de dados do Programa de Estudos em Gestão de Pessoas (PROGEP), da Fundação Instituto de Administração (FIA). Os dados das variáveis dependentes foram extraídos do banco de dados da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI).

O método de amostragem não probabilístico foi empregado. A amostra é formada por 79 empresas, com informações disponíveis nos dois bancos de dados citados acima. Para tabular os dados, utilizou-se o programa estatístico *Statistical Package for Social Science (SPSS)* – versão 16.0 for Windows.

As informações sobre remuneração provêm do exercício de 2008 e referem-se ao pagamento recebido por diretores, vice-presidentes e presidentes, os quais são denominados, neste trabalho, de “executivos”. Para operacionalizar a variável

remuneração, foram coletadas as seguintes informações no banco de dados do PROGEP:

- a) Valor do salário mensal nominal médio em dezembro de 2008, em reais, dos executivos;
- b) Valor médio recebido pelos executivos durante o ano de 2008, em reais, a título de remuneração variável e/ou bônus;
- c) Acesso dos executivos a 12 benefícios: assistência médica; consultórios médicos nas instalações da empresa; assistência odontológica; subsídio para a compra de medicamentos; atendimento psicológico; seguro de vida em grupo; subsídio para a formação educacional; subsídio para a especialização profissional; subsídio para o estudo de idiomas; suporte à educação dos filhos; subsídio para a aquisição de moradia; financiamentos e empréstimos.
- d) Acesso dos executivos a 27 mecanismos de estímulo e suporte à carreira. Esses mecanismos compreendem: planejamento e acompanhamento do desenvolvimento profissional; estímulo e suporte para o planejamento de carreira; recolocação para os executivos demitidos; recrutamento interno; informações sobre possibilidades de carreira; preparação para a aposentadoria.
- e) Acesso dos executivos a 8 mecanismos de estímulo à educação: programas educacionais que incorporam a identificação das competências críticas empresariais e humanas; múltiplas formas de aprendizagem; programas que refletem o compromisso da empresa com a cidadania empresarial; gerentes e líderes envolvidos com o processo de aprendizagem; programas disseminadores da cultura organizacional; sistemas eficazes de avaliação dos investimentos em educação e dos resultados obtidos; compartilhamento de conhecimentos e troca de experiências; parcerias com instituições de ensino superior.

A partir dessas informações sobre benefícios, carreira e educação, foram criados três índices: de benefícios, de carreira e de desenvolvimento. Para criar o índice de benefícios, que mede o acesso dos executivos aos 12 benefícios citados acima (item c), foi atribuído 1 ponto para cada benefício oferecido pela empresa a todos os seus executivos; 0 ponto para cada benefício não oferecido. Os pontos foram somados, e o resultado corresponde ao índice de benefícios da organização. A pontuação varia de 0 a 12, isto é, a empresa que não oferece nenhum dos 12 benefícios a seus executivos tem índice igual a 0; a companhia que oferece os 12 benefícios a todos os seus executivos tem índice igual a 12.

Para criar o índice de carreira, que mede o acesso dos executivos aos 27 mecanismos de estímulo e suporte à carreira citados acima (item d), foi utilizado o mesmo critério do índice anterior. Foi atribuído 1 ponto para cada mecanismo de estímulo e suporte à carreira oferecido pela empresa a todos os seus executivos; 0 ponto para cada mecanismo de estímulo e suporte à carreira não oferecido.

Os pontos foram somados, e o resultado corresponde ao índice de carreira. A pontuação do índice varia de 0 a 27. A empresa que não oferece nenhum dos 27 mecanismos de estímulo e suporte à carreira a seus executivos tem índice de carreira igual a 0. Já aquela que oferece os 27 mecanismos a todos os seus executivos tem índice igual a 27.

Para criar o índice de desenvolvimento, que mede o acesso dos executivos aos 8 mecanismos de estímulo à educação citados acima (item e), foi utilizado o mesmo procedimento dos índices anteriores. Foi atribuído 1 ponto para cada mecanismo de estímulo à educação oferecido pela empresa a todos os seus executivos; 0 ponto para cada mecanismo não oferecido.

Os pontos foram somados, e o resultado corresponde ao índice de desenvolvimento. A pontuação do índice varia de 0 a 8. A companhia que não oferece nenhum dos 8 mecanismos de estímulo à educação a seus executivos tem índice de desenvolvimento igual a 0. Já aquela que oferece os 8 mecanismos a todos os seus executivos tem índice igual a 8.

Para medir o desempenho financeiro das empresas foram utilizados três indicadores contábeis: crescimento das vendas, retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre ativos, do exercício social de 2008. Esses indicadores estão entre os mais utilizados em pesquisas empíricas (CARTON; HOFER, 2006; LEE; HALL; RUTHERFORD, 2003). Apesar de os indicadores contábeis apresentarem algumas limitações, optou-se por sua utilização em razão da presença, na amostra, de empresas de capital fechado.

O crescimento das vendas mostra a evolução da receita bruta de vendas em reais, descontada a inflação média, apontada pela variação do IGP-M. O indicador é expresso em porcentagem. O retorno sobre patrimônio líquido resulta da divisão do lucro líquido, ajustado de acordo à inflação, pelo patrimônio líquido, que é atualizado pelos efeitos da inflação. O produto é multiplicado por 100, para ser expresso em porcentagem. O retorno sobre ativos resulta da divisão do lucro líquido ajustado pela inflação, pelo ativo total ajustado para reconhecer os efeitos inflacionários. O produto é multiplicado por 100, para ser expresso em porcentagem.

As variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes e independentes. A literatura destaca que o porte das empresas e o setor de atuação são dois fatores relevantes. Neste trabalho, o porte foi definido como o logaritmo neperiano do número de funcionários em 2008 – outras pesquisas utilizaram o logaritmo neperiano do número de funcionários como variável de controle, como por exemplo, a de Laan, Ees e Witteloostuijn (2010). Foram utilizadas variáveis *dummies* para os diferentes setores. Atribuiu-se valor 1 para as empresas pertencentes a um setor específico e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. As empresas da amostra pertenciam a 17 setores de atuação.

5. Apresentação e análise dos resultados

Segundo o critério adotado pelo PROGEP para classificar as empresas quanto ao porte, 12 são de pequeno porte (têm entre 100 e 500 funcionários); 28 são de médio porte (têm entre 501 e 1500 funcionários); 39 são de grande porte (têm mais de 1500 funcionários). As siglas das variáveis utilizadas nesta pesquisa são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Sigla das variáveis utilizadas na pesquisa

Nome da variável	Sigla
Salário Mensal Nominal Médio	salmen
Salário Variável Médio	salvar
Índice de Benefícios	ibenef
Índice de Carreira	icarr
Índice de Desenvolvimento	idesen
Crescimento das Vendas – 2008	cven08
Retorno sobre Patrimônio Líquido – 2008	roe08
Retorno sobre Ativos – 2008	roa08
Porte	porte
Setor	setor

A Tabela 1 apresenta as medidas descritivas das variáveis de remuneração. Os valores do salário mensal médio e do salário variável médio, recebidos pelos executivos em 2008, foram transformados, devido a grande variação. Duas empresas não forneceram os valores dos salários mensal e variável, e treze empresas não pagam salário variável e/ou bônus a seus executivos. Pesquisas apontam que o salário variável tem uma influência positiva nos direcionadores de criação de valor (KRAUTER, 2007). Assim, existem oportunidades a serem exploradas pelas empresas.

Quanto aos três índices criados, quanto maior o valor do índice, mais bem colocada estará a empresa. O índice de benefícios médio foi de 7,24 pontos, com 50% das empresas apresentando valor igual ou inferior a 8 pontos. A pontuação máxima desse índice é de 12. Nenhuma das empresas da amostra oferece todos os benefícios a todos os seus executivos e uma das empresas não oferece qualquer dos benefícios a seus executivos.

Tabela 1 – Medidas descritivas das variáveis de remuneração

	ln(salmen)	ln(salvar)	ibenef	icarr	idesen
Média	10,15	11,73	7,24	11,57	5,81
Mediana	10,27	11,78	8,00	12,00	7,00
Desvio-padrão	0,61	1,70	2,15	6,69	2,41
Mínimo	7,14	7,23	0	0	0
Máximo	11,10	17,68	11	26	8
n	77	64	79	79	79

O índice de carreira mede o acesso a 27 mecanismos de estímulo e suporte à carreira. O índice apresentou valor médio de 11,57 pontos, variando entre 0 e 26. Cinquenta por cento das empresas apresentaram valor igual ou inferior a 12 pontos. Seis empresas não oferecem qualquer dos mecanismos de estímulo e suporte à carreira a seus executivos. Nenhuma das empresas atingiu a pontuação máxima de 27 pontos. Apesar de as empresas da amostra serem consideradas *benchmarking* em gestão de pessoas, esses resultados apontam que elas estão oferecendo poucos mecanismos de estímulo e suporte à carreira. Como mencionado anteriormente, a carreira é um item muito valorizado pelos executivos (PROGEP, 2009). Assim, trata-se de um contexto que sinaliza importantes oportunidades a serem exploradas pelas organizações.

O índice de desenvolvimento, que mede o acesso dos executivos a 8 mecanismos de estímulo à educação, apresentou valor médio de 5,81 pontos, variando de 0 a 8. Cinquenta por cento das empresas apresentou valor igual ou inferior a 7 pontos. A pontuação máxima desse índice é 8. Seis empresas não oferecem qualquer mecanismo de suporte à educação a todos os seus executivos.

A Tabela 2 apresenta as medidas descritivas dos indicadores contábeis. O crescimento das vendas de 2008 apresentou valor médio de 17,06%, variando de -21,55% a 169,81%. O ROE de 2008 apresentou valor médio de 20,52%, variando de -134,17% a 377,28%. O ROA de 2008 apresentou valor médio de 10,87%, variando de -12,61% a 167,23%.

Tabela 2 – Medidas descritivas das variáveis de desempenho financeiro

	cven08 (%)	roe08 (%)	roa08 (%)
Média	17,06	20,52	10,87
Mediana	6,56	17,20	6,61
Desvio-padrão	34,45	51,24	21,24
Mínimo	-21,55	-134,17	-12,61

Máximo	169,81	377,28	167,23
n	72	71	71

O coeficiente de correlação de Spearman foi utilizado para verificar se existia associação linear entre as variáveis de remuneração e as variáveis de desempenho financeiro. A Tabela 3 apresenta os coeficientes de correlação das variáveis.

A variável ln(salmen) está significativamente correlacionada com as variáveis: ln(salvar) – coeficiente positivo e moderadamente forte ($\rho = 0,441$); ibenef – coeficiente positivo e fraco ($\rho = 0,256$); icarr – coeficiente positivo e fraco ($\rho = 0,244$).

O coeficiente de correlação mostra uma associação positiva, significante e fraca entre ln(salvar) e idesen ($\rho = 0,282$).

A variável ibenef está significativamente correlacionada com as variáveis: icarr – coeficiente positivo e moderadamente forte ($\rho = 0,499$); idesen – coeficiente positivo e fraco ($\rho = 0,282$).

Tabela 3 – Matriz de correlações de Spearman

	1 ln(salmen)	2 ln(salvar)	3 ibenef	4 icarr	5 idesen	6 cven08	7 roe08	8 roa08
1	1 77							
2	0,441* 0,000 64	1 64						
3	0,256** 0,025 77	0,066 0,604 64	1 79					
4	0,244* 0,032 77	0,188 0,136 64	0,499* 0,000 79	1 79				
5	0,143 0,214 77	0,282** 0,024 64	0,282** 0,012 79	0,489* 0,000 79	1 79			
6	-0,086 0,478 70	-0,033 0,809 57	0,011 0,924 72	-0,100 0,403 72	-0,037 0,758 72	1 72		
7	-0,080 0,512 69	-0,026 0,847 56	0,037 0,760 71	0,002 0,988 71	-0,005 0,969 71	0,050 0,678 70	1 71	
8	-0,022 0,860 69	0,071 0,605 56	0,140 0,243 71	0,159 0,186 71	0,077 0,521 71	0,017 0,886 70	0,838* 0,000 71	1 71

* e ** correspondem à significância estatística nos níveis de 1% e 5%, respectivamente

Obs.: A primeira linha apresenta o coeficiente de correlação de Spearman; a segunda, o p-valor do teste de significância bilateral; a terceira apresenta o número de observações.

A variável icarr apresenta uma associação significativa, positiva, moderadamente forte com a variável idesen.

O coeficiente de correlação mostra uma associação positiva, significante e forte ($\rho = 0,838$) entre roe08 e roa08.

Os demais coeficientes não apresentam associação significativa. Os resultados da análise de correlação de Spearman não apontam a existência de correlação significativa entre as variáveis de remuneração e as variáveis de desempenho financeiro.

Para testar a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas aplicou-se a análise de regressão linear. Foram desenvolvidas regressões múltiplas utilizando, simultaneamente, todas as variáveis de remuneração como variável independente; as variáveis de desempenho financeiro, alternadamente, como variável dependente; porte e setor como variáveis de controle. O modelo geral de regressão linear múltipla empregado foi:

$$DF_i = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{salmen})_i + \beta_2 \ln(\text{salvar})_i + \beta_3 \text{ibenef}_i + \beta_4 \text{icarr}_i + \beta_5 \text{idesen}_i + \beta_6 \text{porte}_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j \text{setor}_{ji} + \mu_i$$

onde: i representa a i -ésima empresa; DF representa as variáveis de desempenho financeiro utilizadas alternadamente: cven08 , roe08 , roa08 ; δ_j representa o coeficiente relativo as variáveis *dummies* de setor de atuação; μ é o termo de erro.

A Tabela 4 apresenta os resultados das regressões múltiplas estimadas com o método dos mínimos quadrados. Foram testados 3 modelos.

Tabela 4 – Resultados dos modelos de regressão linear múltipla

Variáveis	cven08 (1)	roe08 (2)	roa08 (3)
ln(salmen)	-8,951 (-0,747)	1,291 (0,061)	2,953 (0,337)
ln(salvar)	0,320 (0,097)	0,845 (0,149)	0,104 (0,044)
ibenef	-1,292 (-0,364)	-12,405*** (-1,986)	-5,204*** (-1,995)
icarr	-0,922 (-0,636)	5,929** (2,320)	2,949* (2,765)
idesen	0,956 (0,312)	-9,022*** (-1,703)	-4,692** (-2,122)
porte	-12,440** (-2,495)	-13,637 (-1,532)	-3,984 (-1,072)
setor	incluído	incluído	incluído
constante	199,483*** (1,955)	187,865 (1,035)	46,151 (0,609)
R² ajustado	0,133	0,018	0,013
Sig. F	0,190	0,445	0,457
n	56	55	55

As variáveis *dummies* para o setor de atuação foram incluídas nas regressões. Elas foram omitidas da tabela por limitação de espaço. Os números em parênteses indicam a estatística t . ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Os resultados do modelo tendo crescimento das vendas de 2008 (cven08) como variável dependente, apontam que não existe relação significativa entre as variáveis. A análise do p -valor indica que somente a constante e o coeficiente da variável porte são significantes. O coeficiente da variável porte apresenta sinal negativo.

Os resultados do modelo tendo retorno sobre patrimônio líquido de 2008 (roe08) como variável dependente demonstram que não existe relação significativa entre as variáveis. A análise do p -valor mostra que os coeficientes das variáveis ibenef , icarr e

idades são significantes. Os coeficientes das variáveis *ibenef* e *idesen* apresentam sinal negativo.

Os resultados do modelo com retorno sobre ativos de 2008 (*roa08*) como variável dependente mostram que não existe relação significativa entre as variáveis. A análise do *p*-valor aponta que os coeficientes das variáveis *ibenef*, *icarr* e *idesen* são significantes. Os coeficientes de *ibenef* e *idesen* são negativos.

Portanto, os três modelos testados não apresentam significância estatística. O Sig. do teste *F* foi maior que 5%, em todos os modelos, não permitindo rejeitar H_0 . Os três modelos atendem a todos os pressupostos da análise de regressão múltipla. O pressuposto da normalidade dos resíduos foi feito pelo teste Kolmogorov-Smirnov. O da homoscedasticidade dos resíduos foi verificado por meio do teste Pesarán-Pesarán. A ausência de autocorrelação serial nos resíduos foi verificada pelo teste Durbin-Watson. O exame da multicolinearidade entre as variáveis independentes foi feito pela medida VIF (Fator de Inflação da Variância).

Os resultados da análise de regressão linear múltipla não permitem comprovar a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. Esses resultados são compatíveis com os de pesquisas realizadas em outros contextos, que não conseguiram comprovar a existência de relação entre as variáveis – por exemplo: Ozkan, 2007.

6. Considerações Finais

A remuneração dos executivos é um assunto complexo e controverso, que tem atraído a atenção da mídia (CONYON, 2006) e de pesquisadores de várias áreas, como Finanças, Contabilidade, Recursos Humanos e Estratégia (CARLON; DOWNS; WEST-GRAY, 2006).

De acordo com a teoria de agência, o pacote de remuneração é considerado um dos mecanismos mais eficientes para induzir o executivo, maximizador da própria utilidade e avesso ao risco, a agir com a finalidade de aumentar o desempenho da empresa. A premissa é que a remuneração pode ajudar a direcionar os esforços dos executivos para os objetivos estratégicos do negócio, contribuindo para que a empresa alcance níveis superiores de desempenho financeiro.

O objetivo desta pesquisa foi investigar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Ela diferencia-se das pesquisas anteriores ao adotar conceitos mais amplos para operacionalizar as variáveis. Enquanto as anteriores utilizaram o salário fixo e o salário variável para operacionalizar a variável remuneração, esta utiliza, além dos salários, três índices criados especialmente: benefícios, carreira e desenvolvimento. Além disso, as anteriores mediram o desempenho de maneira subjetiva, a partir da percepção do respondente e utilizaram apenas um indicador contábil. Esta pesquisa utiliza dois indicadores contábeis, extraídos do banco de dados da FIPECAFI.

A análise descritiva dos índices mostrou que as empresas estão oferecendo poucos mecanismos de estímulo e suporte à carreira e à educação de seus executivos. Estes são dois aspectos valorizados pelos executivos, segundo o PROGEP (2009). Assim, existem oportunidades a serem exploradas pelas empresas, para atrair e reter profissionais qualificados.

A análise descritiva dos salários indicou que algumas empresas não pagam salário variável a seus executivos. Pesquisas realizadas apontam que planos de remuneração variável têm uma influência favorável no desempenho da empresa, desde que desenvolvidos de maneira apropriada: atrelando o pagamento ao alcance de metas.

A análise de correlação de Spearman não apontou a existência de associação significativa entre as variáveis de remuneração e as variáveis de desempenho financeiro.

Os resultados da análise de regressão linear múltipla não permitiram comprovar a hipótese da pesquisa de que existe relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Esses resultados são compatíveis com os de outras pesquisas realizadas em outros contextos, que não conseguiram comprovar a existência de relação entre as variáveis.

As principais contribuições desta pesquisa estão em: fornecer subsídios para as empresas aperfeiçoarem seus sistemas de remuneração e produzir conceitos mais amplos para operacionalizar as variáveis.

A pesquisa apresenta algumas limitações. O método de amostragem empregado para selecionar as empresas da amostra é não probabilístico. Assim, não é possível generalizar os resultados encontrados para a população. Outra limitação é a utilização de indicadores contábeis para medir o desempenho financeiro, pois são passíveis de distorção.

Novos trabalhos podem ser desenvolvidos. A realização de um estudo de caso pode contribuir para entender melhor a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, no contexto do mercado brasileiro.

Referências

AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A. *Executive compensation, strategic competition and relative performance evaluation: theory and evidence*. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 6, p. 1999-2043, 1999.

ATTAWAY, M. C. *A study of the relationship between company performance and CEO compensation*. **American Business Review**, v. 18, n. 1, p. 77-85, 2000.

BÁLKIN, D. B.; GÓMEZ-MEJIA, L. R. *Toward a contingency theory of compensation strategy*. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 2, p. 169-182, 1987.

BARKEMA, H. G.; GÓMEZ-MEJIA, L. R. *Managerial compensation and firm performance: a general research framework*. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

CARLON, D. M.; DOWNS, A. A.; WEST-GRAY, S. *Statistics as fetishes: the case of financial performance and executive compensation*. **Organizational Research Methods**, v. 9, n. 4, p. 475-490, 2006.

CARTON, R. B.; HOFER, C. W. **Measuring organizational performance: metrics for entrepreneurship and strategic management research**. Northampton: Edward Elgar, 2006.

CHAKRAVARTHY, B. S. *Measuring strategic performance*. **Strategic Management Journal**, v. 7, n. 5, p. 437-458, 1986.

CONYON, M. J. *Executive compensation and incentives*. **Academy of Management Perspectives**, p. 25-40, February 2006.

DEVERS, C. E.; CANNELLA, A. A., Jr.; REILLY, G. P.; YODER, M. B. *Executive compensation: a multidisciplinary review of recent developments*. **Journal of Management**, v. 33, n. 6, p. 1016-1072, 2007.

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**, v. 11, n. 3, p. 173-189, 1988.

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

KEATS, B. W. *Diversification and business economic performance revisited: issues of measurement and causality*. **Journal of Management**, v.16, n. 1, p. 61-72, 1990.

KRAUTER, E. **Participação nos lucros e resultados: influência nos direcionadores de valor**. São Paulo: Saint Paul, 2007.

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) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LAAN, G. V. D.; EES, H. V.; WITTELOOSTUIJN, A. V. *Is pay related to performance in the Netherlands? An analysis of dutch executive compensation*. **De Economist**, v. 158, p. 123-149, 2010.

LEE, J.; HALL, E. H., Jr.; RUTHERFORD, M. W. *A comparative study of U.S. and Korean firms: changes in diversification and performance*. **International Journal of Commerce & Management**, v. 13, n. 1, p. 11-41, 2003.

OZKAN, N. *CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data*. **SSRN Working Paper Series**, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1102703>. Acesso em: 02/12/2010.

PROGEP. **Laudo técnico: pesquisa VOCÊ S/A – 2009**, 2009. Disponível em: [www.fia.com.br/portalfia/Repositorio/13/Laudo tecnico 2009.pdf](http://www.fia.com.br/portalfia/Repositorio/13/Laudo_tecnico_2009.pdf). Acesso em: 21/01/2011.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2011.

SHIM, E.; LEE, J. *A canonical analysis of CEO compensation and corporate performance in the service industry*. **Review of Accounting & Finance**, v. 2, n. 3, p. 72-90, 2003.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. *Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches*. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 4, p. 801-814, 1986.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. *Measurement of business economic performance: an examination of method convergence*. **Journal of Management**, v. 1, n. 1, p. 109-122, 1987.