
A CORRELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E O DESEMPENHO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR FINANCEIRO

Francisco Carlos Fernandes¹

Sady Mazzioni²

▪ Artigo recebido em: 16/12/2013 ▪▪ Artigo aceito em: 05/05/2015 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 19/08/2015

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo principal investigar 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. As características do estudo permitem qualificá-lo como pesquisa descritiva, de natureza quantitativa e com fonte de dados documental. As informações contábeis e de mercado foram coletadas na base de dados Economática® e aquelas relativas à remuneração dos executivos, correspondentes aos anos de 2009, 2010 e 2011, no sítio eletrônico da CVM. Considerando uma amostra de 41 empresas listadas na BMF&BOVESPA para a Diretoria Executiva, 38 empresas para o Conselho de Administração e 22 empresas para o Conselho Fiscal, o estudo utiliza o retorno sobre o ativo, o retorno sobre o patrimônio líquido, o lucro por ação e os dividendos por ação como indicadores de desempenho contábil; e o retorno acionário, o índice de valor de mercado e o Q de Tobin como indicadores de mercado. Amostras também foram analisadas com base nas informações conjuntas dos organismos de gestão e para as empresas do subsetor de Intermediários Financeiros. As análises das diversas correlações canônicas apontaram resultados mistos, que não permitem uma indicação consistente sobre a existência de correlação significativa entre a remuneração total dos executivos e o desempenho das empresas investigadas. Contudo, as amostras envolvendo empresas que utilizam a remuneração variável tendem a apresentar correlações positivamente significativas com as variáveis de desempenho utilizadas.

Palavras-chave: Setor Financeiro; Desempenho organizacional; Remuneração de executivos.

¹ Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/ USP. Professor da Escola Paulista de Política, Economia e Negócios – EPPEN da Universidade Federal de São Paulo - UNIFESP. Endereço: Rua Angélica, 100, CEP: 06.110-295 – Osasco, SP – Brasil. E-mail: francisco.fernandes@unifesp.br. Telefone: (11) 3385-4136.

² Doutorando em Ciências Contábeis e Administração da Universidade Regional de Blumenau – FURB. Bolsista do Programa do Fundo de Apoio à Manutenção e ao Desenvolvimento da Educação Superior – FUMDES. Endereço: Rua Francisco Norberto Bonher, 55 E - Bairro Jardim Itália, CEP 89.802-530, Chapecó – SC. E-mail: sady@unochapeco.edu.br. Telefones: (49) 3323 8243 / 9928 9520.

THE CORRELATION BETWEEN EXECUTIVES' COMPENSATIONS AND THE PERFORMANCE OF BRAZILIAN FINANCIAL COMPANIES

ABSTRACT

This paper aims at investigating the correlation between performance indicators in Brazilian public companies of the financial industry, and the compensation of their executives, including board members, executive directors and fiscal councils members. This is a descriptive, documentary and quantitative study. Accounting and market information were gathered from Economática® database, and data concerning to executive compensation, related to the years of 2009, 2010 and 2011, on the CVM (Brazilian securities commission) website. The study considered a sample of 41 companies listed on the BMF&BOVESPA for the Board of Directors, 38 companies for the Management Board, and 22 companies for the Fiscal Council, the study considers return on assets, return on equity, earnings per share and dividends per share as indicators of accounting performance; and stock return, market value index and Tobin's Q as market indicators. Samples were also analyzed based on joint information of management bodies and companies in the subsector of Financial Intermediaries. The analysis of several canonical correlations showed mixed results that do not strongly indicate a statistically significant correlation between the total compensation of executives and the performance of the analyzed companies. However, the samples concerning organizations that offer variable compensation tend to show statistically significant positive correlations with the performance variables.

Keywords: Financial Sector; Organizational performance; Executives' compensation.

1 INTRODUÇÃO

O desempenho de uma organização pode ser influenciado por diferentes fatores articulados do ambiente externo, como a volatilidade política ou econômica, pressões regulatórias, nível de concorrência, planos governamentais, dentre outros. Da mesma forma, as questões do ambiente interno, a exemplo da estrutura de governança, a política de remuneração, a capacidade de inovação e o sistema de controle gerencial, provocam repercussões sobre o desempenho organizacional.

Os sistemas de mensuração de desempenho se desenvolveram historicamente como um meio de monitoramento e manutenção de controle organizacional, como um processo para garantir que uma organização siga as estratégias que conduzam à realização de metas e objetivos gerais (NANNI; DIXON; VOLLMANN, 1990). Os motivos para efetivar a mensuração de desempenho podem estar relacionados ao monitoramento das atividades empresariais e à correção de eventuais erros (MACEDO; SOUZA; OLIVEIRA, 2004), à adição de valor, comparações com concorrentes e para rever as estratégias organizacionais para curto, médio e longo prazo (SARUBBI; DIAS; CORREA, 2010).

Johnson e Kaplan (1987) argumentam que os modelos tradicionais de mensuração evoluíram, em grande parte, dentro de grandes empresas industriais dos anos 1920, focalizando um número limitado de medidas financeiras, como o lucro por ação e o retorno sobre o investimento. Na concepção de Brignall e Ballantine (1996) os sistemas tradicionais de mensuração de desempenho têm sofrido críticas, dada sua incapacidade de medir e monitorar várias dimensões de desempenho, concentrando-se quase exclusivamente em medidas financeiras.

Um fator que recebe crescente atenção e investigação está relacionado à existência ou não de relação entre o desempenho das organizações e a remuneração concedida aos seus executivos, como forma de remuneração por seus trabalhos, minimizando os problemas de agência. Murphy (1998) argumenta que a história moderna da remuneração dos executivos iniciou na década de 1980, aceitando-se os pressupostos da Teoria da Agência com a separação entre a propriedade (principal) e o controle da empresa (agente). Na concepção de Jensen e Meckling (1976), o proposto conflito de interesses entre principal e agente seria minimizado a partir de uma relação contratual, em que o principal concede ao agente os incentivos necessários para maximizar o resultado esperado. Neste sentido, a remuneração por meio de ganhos variáveis (incentivos) sobre os resultados produzidos é tida como uma das formas de se estabelecer simetria de interesses entre as partes.

O interesse sobre a remuneração de executivos já foi manifestado pela comunidade científica e pela sociedade em geral (MURPHY, 1998; FUNCHAL; TERRA, 2006) e pelo meio empresarial (SILVA; BEUREN, 2010), de modo singular a partir dos eventos ocorridos no início da década passada envolvendo executivos de grandes corporações norte-americanas (HODGSON, 2003) e da crise financeira na Europa no início desta década (FERRARINI; UNGUREANU, 2011).

Bol e Smith (2011) advertem que a Teoria da Agência fornece previsões detalhadas sobre as formas de contrato diante do pressuposto que o objetivo da contratante é a maximização do valor da empresa. Contudo, nas escolhas dos agentes, a maximização do valor da empresa pode não ser sua principal preocupação, ao passo que a presença da subjetividade implica julgamento baseado em impressões pessoais, sentimentos e opiniões, em vez de fatos externos, não sendo a avaliação subjetiva verificável para fins de contratação.

As empresas utilizam os incentivos remuneratórios com o motivo principal de vincular diretamente as alterações na riqueza dos executivos com o preço das ações, fornecendo aos executivos contratados os incentivos para maximizar a riqueza dos acionistas (CORE; GUAY; LARCKER, 2003).

Contudo, as investigações a respeito da relação entre a remuneração de executivos e desempenho organizacional têm produzido resultados empíricos que apontam para achados heterogêneos, mesclando os que não evidenciaram relação entre remuneração e desempenho (GREGG; MACHIN; SZYMANSKI, 1993; SHIWAKOTI, 2012) e aqueles que encontraram tal relação (CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; CAMARGOS; HELAL, 2007).

A remuneração de executivos, projetada para fornecer um mecanismo de superação dos problemas de agência associados com a separação da propriedade e controle e para realinhar os interesses dos gestores e acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976), é de particular importância no setor financeiro, onde as operações diárias não são fáceis de serem observadas, considerando a natureza complexa do sistema financeiro (ANSTEY; RANKIN; STRYDOM, 2010).

Estudos como os de Bebchuk e Spamann (2009) e Raviv e Landskroner (2009) tiveram como preocupação analisar a relação entre remuneração dos executivos e desempenho, considerando os riscos excessivos das instituições financeiras sob a crise financeira de 2007-2009 (*subprime*).

Este estudo investiga as empresas brasileiras de capital aberto classificadas no setor econômico "Financeiro e Outros", buscando responder ao seguinte problema de pesquisa: Existe correlação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e as variáveis de desempenho organizacional de empresas do setor Financeiro e Outros listadas na BMF&Bovespa?

A partir dessas considerações, o objetivo principal do estudo é analisar a existência de correlação estatisticamente significativa entre medidas de desempenho de empresas brasileiras de capital aberto do setor econômico "Financeiro e Outros" com a remuneração dos seus executivos, que, para efeitos deste estudo, incluem os membros do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal.

Matolcsy e Wright (2007) evidenciam que a remuneração dos executivos no setor financeiro difere substancialmente em nível e composição de outros setores econômicos, fornecendo motivo adicional para focar o estudo nesta atividade econômica.

Adicionalmente, o estudo difere de outras investigações ao considerar três conjuntos de executivos, ou seja, Diretoria Executiva, Conselho de Administração e Conselho Fiscal, ampliando o escopo da investigação, ratificando a consideração de Anstey, Rankin e Strydom (2010) de que o CEO não administra sozinho. Para maior consistência dos achados, foram utilizadas variáveis relativas às empresas que divulgaram as informações em três anos consecutivamente.

O presente estudo está estruturado em mais quatro seções. Na próxima seção, apresenta-se um aporte teórico sobre a mensuração do desempenho organizacional e da remuneração dos executivos. Na terceira seção são expostos os procedimentos metodológicos utilizados no desenvolvimento do estudo. Na seção quatro são apresentados e analisados os dados obtidos, visando atender ao objetivo proposto. Finalmente, a quinta seção contempla as conclusões sobre o estudo realizado e indicações para futuras pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A revisão da literatura apresenta os conceitos que sustentam o assunto pesquisado e serve de base para análise dos dados coletados. A subseção da mensuração do desempenho organizacional apresenta a importância e

atenção dedicadas ao acompanhamento da performance empresarial. A subseção que trata da remuneração dos executivos aborda a vinculação empírica com o desempenho empresarial e relata resultados de investigações de natureza similar.

2.1 Mensuração do Desempenho Organizacional

No contexto organizacional contemporâneo, a mensuração do desempenho tem se constituído em um processo de gestão permanente e repetitivo, em que a frequência das medições varia de acordo com a atividade a ser medida (MACEDO; SOUZA; OLIVEIRA, 2004). Buhovac e Groff (2012) argumentam que nos últimos anos houve um crescimento rápido da literatura de medição empírica de desempenho com base em preocupações sobre o papel dos sistemas de medição de desempenho na melhoria da rentabilidade da empresa, em que a maioria das contribuições, tanto em termos de estruturas contemporâneas desenvolvidas como de pesquisa empírica publicada, advém dos Estados Unidos, do Reino Unido e dos países ocidentais da Europa.

As razões elencadas para a mensuração do desempenho são diversas e na concepção de Macedo, Souza e Oliveira (2004) as mais importantes estão relacionadas ao monitoramento do progresso da empresa e a correção de eventuais erros, além de preparar a entidade para enfrentar as mudanças ambientais, em especial, à natureza mutável da competição e a criação de valor para o cliente. A mensuração pode ser considerada a primeira etapa do processo de avaliação de desempenho, sucedida pela avaliação, diagnóstico e ação. Tem sua importância demonstrada na identificação das atividades que agregam valor ao produto e/ou serviço desenvolvidos pela empresa, nas comparações de desempenho com seus concorrentes e para rever estratégias organizacionais para curto, médio e longo prazo (SARUBBI; DIAS; CORREA, 2010).

Matitz e Bulgacov (2011) entendem que uma das características intrínsecas ao estudo do conceito de desempenho é a sua multidimensionalidade, em que os estudiosos estão segregados entre aqueles que se preocupam em desenvolver medidas agregadas de desempenho organizacional e/ou modelos de avaliação de efetividade organizacional, ao tempo que outros têm se dedicado ao estudo da natureza multidimensional do conceito. Nascimento et al. (2010) constatam a existência de diversos conceitos de avaliação de desempenho organizacional, contudo, muitas vezes contraditórios entre si e em sua maioria genéricos, que não apresentam as etapas do processo de avaliação.

A diversidade não reside apenas na abordagem conceitual, mas como argumenta Kihn (2010), a natureza heterogênea dos resultados de desempenho está atrelada à diversidade de medidas de desempenho. Macedo, Souza e Oliveira (2004) sustentam que não existe um método ou modelo de avaliação de desempenho organizacional único para toda e qualquer variável do contexto empresarial, mas que os gestores e analistas se utilizam de diversas metodologias para lidar com os diferentes elementos de uma organização.

Frezatti et al. (2009) indicam como exemplos de uso de indicadores monetários de avaliação a taxa de retorno, a receita, a geração de caixa e a produtividade por funcionário. Um aspecto destacado é o de que os

indicadores financeiros fortemente presentes nos modelos de avaliação passaram a dividir importância com aspectos não financeiros, no entendimento de que o desempenho é afetado por variáveis de ambas as naturezas, corroborando o entendimento de Brignall e Ballantine (1996), Kaplan e Henderson (2005), Ghosh (2005), Macedo, Santos e Silva (2006) e Kouhy et al. (2009).

As evidências do estudo de Bol e Smith (2011) sugerem que supervisores, para avaliar o desempenho em uma tarefa, usam critérios alinhados com os que foram utilizados para ajustar deficiências percebidas na avaliação de desempenho de outras tarefas. Os achados de Bol, Hecht e Smith (2011) fornecem evidências de que os gerentes usam estrategicamente critérios a fim de induzir diferentes tipos de motivação e são sensíveis aos ajustes nos benefícios de bônus para motivar altos níveis de esforço convencional, mas que eles estão dispostos a renunciar aos benefícios quando confrontados com a necessidade de motivar esforço específico e não convencional.

Exemplos de indicadores não monetários citados por Frezatti et al. (2009) incluem a satisfação de clientes, a participação no mercado e o percentual de desperdício. Para Brignall e Ballantine (1996) o modelo de Fitzgerald et al. (1991) reconhece que as organizações competem em muitos outros fatores além de custo e preço, utilizando medidas de competitividade e medidas financeiras, juntamente com dimensões de sucesso da estratégia como qualidade, flexibilidade, utilização de recursos e a inovação. A inserção de aspectos não financeiros aos modelos de mensuração de desempenho tem a função de estabelecer uma visão de mais longo prazo, em detrimento dos modelos baseados exclusivamente na mensuração financeira que privilegia os aspectos de curto prazo.

De acordo com Frezatti et al. (2009), a contabilidade gerencial tem produzido diversos artefatos ao longo dos anos, como o orçamento empresarial e a demonstração do resultado do exercício, para acompanhar o desempenho organizacional e a partir da década de 1980, reagindo aos novos desafios impostos pelas novas demandas organizacionais, apresentou novos artefatos.

Kihn (2010) argumenta que um pequeno número de estudos tem analisado o desempenho empresarial ou organizacional com base em medidas de contabilidade e que o uso de medidas contábeis pode ajudar a melhorar a precisão e a objetividade de medidas de desempenho. Alega que o uso de valores do ROA, por exemplo, pode ser adequado, uma vez que são comumente utilizados como indicadores econômicos do desempenho organizacional e sucesso empresarial. Chapman (1997) já havia salientado que medidas contábeis não podem ser desconsideradas, dado que no ambiente de negócios o lucro ainda continua sendo a meta principal a ser atingida.

2.2 Remuneração de Executivos

A remuneração de executivos tem despertado o interesse da comunidade científica, da sociedade em geral (MURPHY, 1998; FUNCHAL; TERRA, 2006) e do meio empresarial (SILVA; BEUREN, 2010), principalmente a partir dos eventos ocorridos no início da década passada, envolvendo

executivos de grandes corporações norte-americanas e da crise financeira na Europa no início desta década.

Hodgson (2003) argumenta que os escândalos americanos estavam ligados aos abusos da remuneração executiva. Já Ferrarini e Ungureanu (2011) alegam que na busca de possíveis causas da recente crise financeira europeia, tem sido argumentado que os executivos dos bancos tinham poucos incentivos e que a remuneração executiva não foi adequadamente relacionada com o desempenho de longo prazo.

Os incentivos aos executivos de uma empresa representam um componente importante na estrutura da governança corporativa, dado que, na perspectiva da Teoria da Agência, no relacionamento envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão, o agente poderá agir em desacordo com os interesses do principal. As divergências entre os interesses das partes que compõem os contratos nas organizações podem ser limitadas mediante o estabelecimento de incentivos apropriados para o agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Hypko, Tilebein e Gleich (2010) avaliam que a Teoria da Agência considera as relações contratuais sob as condições de incertezas, estendendo o pensamento organizacional relacionado com as consequências da incerteza no resultado e suas implicações para a criação de risco, não só em termos de incapacidade para planejar, mas também em termos de risco e pagamento de trocas. Na argumentação de Shiwakoti (2012), a Teoria da Agência sugere que vinculando a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa, poderia ser atenuado qualquer possível conflito de interesses entre os gerentes e proprietários. Por conseguinte, prevê que a remuneração dos executivos deve ser positivamente relacionada ao desempenho da empresa. Para Weiss (2011), na presença de conflitos de agência, acionistas definem contratos de incentivos para motivar os gestores a agir em nome de seus interesses e para maximizar o valor da empresa.

Camargos e Helal (2007) indicam que a temática da remuneração de executivos tem sido abordada em pesquisas acadêmicas considerando os aspectos relacionados ao montante (excessiva ou não), ao tipo (variável, fixa, pacotes de incentivos...) e ao relacionamento com o desempenho da empresa. Dias, Barbosa Neto e Mário (2011) argumentam que a evolução das formas de estruturação das políticas de remuneração tem gerado estudos com o intuito de relacionar a forma remuneratória adotada pelas empresas com fatores como evidenciação das informações, desempenho financeiro da organização, governança corporativa e comportamento dos funcionários.

Estudos como os de Ingham e Thompson (1993, 1995), Barbosa et al. (2006), Vasconcelos e Silva (2007), Marquart, Lunkes e Vicente (2008), Oyadomari et al. (2008), Coelho e Roglio (2010), Silva e Beuren (2010), Gallon, Miranda e Tomé (2011), Correia, Amaral e Louvet (2012), Marquezan, Diehl e Alberton (2012) e Silva et al. (2012) investigam o tipo de remuneração ou as características de um sistema de remuneração, podendo incluir relação com o desempenho organizacional. A relação da remuneração de executivos ou do desempenho de recursos humanos com desempenho organizacional e governança corporativa pode ser encontrada nos estudos de Gregg, Machin e

Szymanski (1993), Funchal e Terra (2006); Camargos e Helal (2007), Nascimento et al. (2007), Nascimento, Reginato e Lerner (2008), Cesar e Perez (2009), Victor e Terra (2009) e Nascimento et al. (2011).

A literatura apresenta alguns estudos que relacionam o desempenho de empresas do setor de serviços financeiros com estrutura de governança corporativa e remuneração de executivos. Ingham e Thompson (1993) investigaram a associação entre a remuneração e o desempenho das sociedades de construção no Reino Unido, segregadas em regimes regulatórios divergentes (ambientes com baixa competição e ambientes com concorrência crescente). Os resultados sugerem que a mudança na regulação não afeta o modelo de remuneração dos executivos das empresas de construção. Em ambientes com baixa competição externa, a rentabilidade não influencia positivamente a remuneração. Contudo, quando a competição externa aumenta, melhorias na rentabilidade conduzem para aumentos subsequentes na remuneração dos executivos.

Klotzle e Costa (2006) investigaram a influência de mecanismos internos de governança corporativa (Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade) sobre o desempenho econômico-financeiro e o valor dos bancos no Brasil. Utilizando uma amostra de 19 bancos para análise do período de 1998 até 2003, o estudo indicou uma tímida influência dos mecanismos de governança tanto sobre desempenho quanto sobre valor.

Na concepção de Ferrarini e Ungureanu (2011) a governança corporativa dos bancos possui características únicas comparadas àquelas das sociedades não financeiras, considerando que gestores e acionistas de bancos têm incentivos para assumir mais riscos do que é econômica e socialmente eficiente, se houver ausência de supervisão e regulação prudencial. Além disso, devido à natureza especial dos bancos, estão mais propensos ao risco moral do que são acionistas e gerentes de instituições não bancárias. O estudo sugere que não há nenhum suporte forte para regulamentar a remuneração dos executivos pelos bancos e as estruturas corporativas de governança e de remuneração dos bancos que faliram na recente crise europeia não eram necessariamente equivocadas.

O estudo de Shiwakoti (2012) examina a remuneração executiva no setor de serviços financeiros do Reino Unido relacionada com o desempenho das empresas de sociedades desmutualizadas, comparando com a sua posição antes da desmutualização, com sociedades de construção que não desmutualizaram e com os tradicionais bancos de varejo. O resultado do estudo revela que a remuneração total recebida pelos CEOs de empresas convertidas em sociedade anônimas é afetada pelo tamanho da empresa e é alterada ao longo do tempo, mas não está relacionada ao desempenho da firma. O tamanho desempenha um papel significativo na determinação da remuneração e os resultados das sociedades convertidas para o período da amostra total (1993–2000) não oferecem suporte de relação entre remuneração e desempenho.

Um alerta importante é realizado por Gosh (2005), de que se o efeito no resultado varia de acordo com a controlabilidade das medidas de desempenho, um passo seguinte seria identificar se esse efeito pode ser

moderado para permitir outras informações a respeito da decisão, ou seja, se o método do tomador de decisão e a sua qualidade podem ser consideradas durante as avaliações. Já os achados da investigação de Kouhy et al. (2009) indicam que um esquema de bônus relacionado com performance podem levar à melhoria do desempenho organizacional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

As características do estudo permitem qualificá-lo como pesquisa descritiva, de natureza quantitativa e com fonte de dados documental. As informações contábeis e de mercado foram coletadas na base de dados Economática® e aquelas relativas à remuneração dos executivos no sítio eletrônico da CVM, correspondentes aos anos de 2009, 2010 e 2011.

Inicialmente foram verificadas as empresas listadas na BMF&Bovespa que atuam no setor econômico "Financeiro e outros". Em seguida, foram mantidas aquelas que publicaram as informações sobre a remuneração do Conselho de Administração, Diretoria Executiva e Conselho Fiscal, no relatório de referência exigido pela Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, sessão 13 do anexo 24, denominado Formulário de Referência.

Na sequência, procedeu-se a coleta dos dados relativos aos indicadores contábeis e de mercado disponíveis na base de dados Economática®. Finalmente, a amostra ficou restrita às organizações que publicaram todas as informações requeridas no triênio investigado. A população inicial da pesquisa estava composta por 92 empresas de capital aberto integrantes do setor econômico classificado como Financeiro e Outros pela BM&FBovespa e que possuíam registro ativo na CVM em 31/12/2011. Para maior consistência e uniformidade dos resultados, a amostra investigada é representada pelas empresas pertencentes à população que publicaram no sítio da CVM as informações do item 13 do formulário de referência instituído pela Instrução CVM nº 480/2009, para os três anos investigados e que dispunham os indicadores de mercado e contábeis na base Economática®.

A Tabela 1 apresenta a composição da amostra segregada por subsetor econômico, integrantes do setor selecionado para a pesquisa, sendo que empresas foram excluídas da análise por não atender ao critério de publicação das informações requeridas nos três anos pesquisados.

Tabela 1 - Amostra segregada por subsetor

Subsetor econômico BM&FBovespa	Diretoria Executiva	Conselho de Administração	Conselho Fiscal
	Nº de empresas	Nº de empresas	Nº de empresas
Intermediários Financeiros	24	23	17
Securizadora de Recebíveis	1	1	0
Serviços Financeiros Diversos	4	4	1
Previdência e Seguros	1	1	1
Exploração de Imóveis	6	6	2
Holdings Diversas	4	2	1
Outros	1	1	0
Totais	41	38	22

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que das 92 empresas iniciais, 41 apresentaram as informações requeridas relativas à Diretoria Executiva, 38 divulgaram informações do Conselho de Administração e em relação ao Conselho Fiscal, as informações estavam disponíveis para 22 empresas.

No Quadro 1 tem-se a apresentação das variáveis e a respectiva forma de mensuração., as quais já foram utilizadas em outros estudos do gênero, a exemplo de Funchal e Terra (2006), Camargos, Helal e Boas (2007) e de Camargos e Helal (2007).

A partir dos dados publicamente disponibilizados e nas pesquisas prévias sobre o tema (FUNCHAL; TERRA, 2006; CAMARGOS; HELAL; BOAS, 2007; CAMARGOS; HELAL, 2007; KRAUTER, 2009; MATOLCSY; WRIGHT, 2011; GONG LI; SHIN, 2011) foram determinadas as variáveis utilizadas para avaliar o desempenho financeiro da empresa, considerando medidas que reflitam o desempenho econômico-financeiro e também o valor de mercado das empresas.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis explicativas		Forma de Mensuração
Indicadores contábeis	Retorno sobre Ativos (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$
	Lucro por Ação (LPA)	$LPA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Número de ações}}$
	Dividendos por Ação (DPA)	$DPA = \frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Número de ações}}$
Indicadores de mercado	Retorno Acionário (RA)	$RA_{it} = \frac{\text{Cotação da ação}_{(t+1)}}{\text{Cotação da ação}_t}$
	Índice de Valor de Mercado (IVM)	$IVM = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contábil}}$
	Q de Tobin (QT)	$QT = \frac{\text{Valor de mercado da ação}}{\text{Valor patrimonial da ação}}$
Variável dummy		Proxy
Controle Acionário		1 – Privado; 0 – Outros;
Variáveis dependentes		Forma de Mensuração
Remuneração Total média (RTm)		$RTm = \frac{\text{Remuneração total}}{\text{Nº de membros}}$
Remuneração Fixa (RFm)		$RFm = \frac{\text{Remuneração fixa}}{\text{Nº de membros}}$

Fonte: Adaptado de Funchal e Terra (2006); Camargos, Helal e Boas (2007); Camargos e Helal (2007).

Para atender ao objetivo da pesquisa de correlacionar “desempenho da empresa” com “remuneração dos executivos” assume-se como variável dependente a remuneração dos membros do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal e como variáveis explicativas o estudo utiliza dois grupos distintos: i) indicadores de desempenho contábil: ROA, ROE, LPA e DPA; e, ii) indicadores de mercado: RA, IVM e Q de Tobin.

A remuneração média é estabelecida considerando-se o tipo de remuneração (fixa ou total), dividida pelo número de membros de cada órgão de gestão analisado. A remuneração total é constituída da remuneração fixa, acrescida de outros pagamentos variáveis, a exemplo de participação nos lucros e pagamentos baseados em plano de ações. O Conselho de Administração e a Diretoria Executiva apresentam remuneração fixa e variável, ao passo que para o Conselho Fiscal verificou-se apenas pagamento de remuneração fixa.

A normalização dos dados foi realizada mediante o uso do logaritmo natural para os valores correspondentes à remuneração. Para o tratamento dos dados, a técnica escolhida foi a Correlação Canônica, a partir do programa estatístico *Statgraphics*. Para Hair et al. (1998, p. 362) “em situações com múltiplas variáveis dependentes e independentes, a correlação canônica é a técnica multivariada mais adequada e poderosa”. Segundo Fávero et al. (2009, p. 506), “o objetivo da correlação canônica é quantificar a força da relação existente entre dois vetores de variáveis, representados pelas dependentes e pelas independentes”. Desta forma, no vetor Y (variáveis dependentes) têm-se as informações de remuneração, enquanto no vetor X (variáveis explicativas) têm-se os indicadores de desempenho e o controle acionário.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção analisa os dados coletados buscando a consecução do objetivo principal do estudo que é analisar a existência de correlação estatisticamente significativa entre medidas de desempenho de empresas brasileiras de capital aberto do setor financeiro e outros, com a remuneração dos seus executivos, considerados os membros do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal. As análises iniciais foram efetuadas individualmente por órgão diretivo e por ano, para em seguida se analisar as informações dos órgãos diretivos em conjunto. Por questões metodológicas, serão evidenciadas apenas as tabelas que apresentam algum composto com relação estatisticamente significativa.

4.1 Diretoria Executiva (DE)

A amostra é composta por 41 empresas que atenderam aos requisitos da pesquisa, de possuírem informações sobre remuneração de executivos e dados contábeis e de mercado publicados nos três anos investigados, conforme apresentada no Quadro 2.

Quadro 2 – Amostra para a Diretoria Executiva

ABC BRASIL	BCO BRASIL	BRASILAGRO	DOCAS	NORD BRASIL
ALFA	BCO MERCANTIL	BRAZILIAN F&R	FINANSINOS	PANAMERICANO
CONSÓRCIO	BCO PINE	BRB BANCO	GENERALSHOPP	PARANA
ALFA HOLDING	BICBANCO	CETIP	HABITASUL	REDECARD
BANESE	BMF BOVESPA	CIELO	INDUSVAL	SANTANDER BR
BANESTES	BR MALLS PART	CRUZEIRO SUL	ITAUSA	SÃO CARLOS
BANRISUL	BRADESCO	CYRELA COML	J B DUARTE	SEGUROS BAHIA
BCO ALFA	BRADESPAR	DAYCOVAL	MULTIPLAN	SOFISA
BCO AMAZONIA				TARPON INV

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 1 apresenta os resultados da análise da correlação canônica entre a remuneração paga aos executivos da Diretoria Executiva e o desempenho das empresas investigadas, no período de 2009 a 2011, separadamente por ano.

Constata-se que nos três anos investigados (2009, 2010 e 2011), o primeiro composto de cada ano avaliado apresentou significância estatística entre as variáveis analisadas, com os índices das correlações apresentando crescimento no período. Em relação ao ano de 2009, a correlação existente no primeiro composto é de 66,52%, em 2010 de 73,98% e em 2011 de 77,62%, havendo correlação positiva.

Tabela 1 – Correlações canônicas entre a remuneração da DE e o desempenho

Correlação Canônica: DE 2009						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,442439	0,665161	0,401436	31,032	18	0.0285
2	0,280014	0,529164	0,719986	11,1698	8	0,1923
Correlação Canônica: DE 2010						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,547252	0,739765	0,390015	32,0133	18	0.0219
2	0,138559	0,372235	0,861441	5,07105	8	0,7500
Correlação Canônica: DE 2011						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,602451	0,776177	0,293782	41,6472	18	0.0012
2	0,261017	0,510898	0,738983	10,2843	8	0,2456

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando que um dos valores de p é inferior a 0,05, esses conjuntos tem uma correlação estatisticamente significativa no nível de confiança de 95%, para os anos de 2009 e 2010. Em 2011, a correlação se mostrou significativa ao nível de 1% e o aumento indica uma maior correlação entre as variáveis de desempenho e as variáveis da remuneração distribuída.

Esses resultados indicam que quanto maior a remuneração dos executivos da Diretoria Executiva, maior o desempenho contábil e de mercado das empresas investigadas, corroborando os pressupostos da Teoria da Agência.

4.2 Conselho de Administração (CA)

Esta amostra é composta por 38 empresas que atenderam aos requisitos definidos pela pesquisa, já descritos na seção dos Procedimentos Metodológicos, apresentada de acordo com o Quadro 3.

Quadro 3 – Amostra para o Conselho de Administração

ABC BRASIL	BCO BRASIL	BRASILAGRO	FINANSINOS	NORD BRASIL
ALFA CONSÓRCIO	BCO MERCANTIL	BRAZILIAN F&R	GENERALSHOPP	PANAMERICANO
ALFA HOLDING	BCO PINE	BRB BANCO	HABITASUL	PARANA
BANESE	BICBANCO	CETIP	INDUSVAL	REDECARD
BANESTES	BMF BOVESPA	CIELO	ITAUSA	SÃO CARLOS
BANRISUL	BR MALLS PART	CRUZEIRO SUL	J B DUARTE	SEGUROS BAHIA
BCO ALFA	BRADERCO	CYRELA COML	MULTIPLAN	SOFISA
BCO AMAZONIA		DAYCOVAL		TARPON INV

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta os resultados da análise de correlação canônica entre a remuneração paga aos executivos do Conselho de Administração e o desempenho das empresas investigadas, no período de 2009 a 2011, de forma segregada.

Tabela 2 – Correlações canônicas entre a remuneração do CA e o desempenho

Correlação Canônica: CA 2009						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,377086	0,614074	0,492233	21,9729	18	0,2332
2	0,209789	0,458027	0,790211	7,29911	8	0,5047
Correlação Canônica: CA 2010						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,566852	0,752896	0,313525	35,9562	18	0,0071
2	0,276171	0,52552	0,723829	10,0192	8	0,2637
Correlação Canônica: CA 2011						
Número	Autovalor	Correlação Canônica	Lâmbda de Wilks	Qui-Quadrado	G. Liberdade	Valor-p
1	0,620263	0,787568	0,234376	44,9756	18	0,0004
2	0,382792	0,618702	0,617208	14,959	8	0,0599

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível constatar nos resultados da Tabela 2 que no ano de 2009 nenhum composto apresentou correlação canônica com significância estatística, contrariamente aos anos de 2010 e 2011, que apresentaram pelo menos um composto com correlação significativa ao nível de 1%. Os resultados apontam que quanto maior a remuneração dos executivos do Conselho de Administração, maior o desempenho contábil e de mercado das empresas investigadas em 2010 e 2011.

4.3 Conselho Fiscal (CF)

O Quadro 4 apresenta a amostra representativa do Conselho Fiscal, composta por 22 empresas que atenderam aos requisitos da pesquisa.

Quadro 4 – Amostra para o Conselho Fiscal

ABC BRASIL	BANRISUL	BCO MERCANTIL	BRASILAGRO	NORD BRASIL
ALFA HOLDING	BCO ALFA	BCO PINE	BRB BANCO	PANAMERICANO
BANESE	BCO	BRADESCO	CIELO	PARANA
BANESTES	AMAZONIA	BRADSPAR	GENERALSHOPP	SEGUROS BAHIA
	BCO BRASIL		ITAUSA	SOFISA

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da análise de correlação canônica entre a remuneração paga aos executivos do Conselho Fiscal e o desempenho das empresas investigadas (não evidenciados), no período de 2009 a 2011, indicaram que nenhum composto apresentou significância estatística entre as variáveis analisadas. Neste organismo de gestão, nenhuma das empresas da amostra pesquisada apresentou qualquer tipo de remuneração variável, desta forma, o valor da remuneração fixa e da remuneração total é a mesma. Contudo, notou-se que o percentual de correlação canônica elevou-se no decorrer do período investigado.

4.4 Diretoria Executiva e Conselho de Administração

Para avaliar a relação entre a remuneração dos executivos da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração, em conjunto, com o desempenho das empresas, a amostra é composta por 38 empresas que atenderam aos requisitos estipulados na metodologia. A lista de empresas é a mesma daquela do Conselho de Administração, apresentada no Quadro 3.

A Tabela 3 apresenta os resultados da análise de correlação canônica, no período de 2009 a 2011, separadamente. Nos três períodos analisados o primeiro composto das correlações mostrou-se elevado (acima de 70%), sendo que nos anos de 2009 e 2011 se mostrou estatisticamente significativa ao nível de 1% e em 2009 ao nível de 5%, revelando elevada correlação entre remuneração e desempenho, nesta amostra.

Tabela 3 – Correlações canônicas entre a remuneração da DE + CA e o desempenho

Correlação Canônica: DE + CA 2009						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,535482	0,731766	0,251806	42,7519	18	0,0009
2	0,457919	0,676697	0,542081	18,9825	8	0,0150
Correlação Canônica: DE + CA 2010						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,499459	0,706724	0,364103	31,3198	18	0,0264
2	0,27258	0,522092	0,72742	9,86579	8	0,2746
Correlação Canônica: DE + CA 2011						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,543523	0,73724	0,248223	43,1963	18	0,0008
2	0,45622	0,675441	0,54378	18,8855	8	0,0155

Fonte: Dados da pesquisa.

Ademais, nos anos de 2009 e 2011, o segundo composto também se mostrou significativo ao nível de 5%. Novamente, constata-se que a presença da remuneração variável provoca correlações significativas com o desempenho organizacional.

4.5 Diretoria Executiva e Conselho Fiscal

A amostra é composta por 22 empresas que atenderam aos requisitos já descritos, sendo a mesma daquela apresentada no Quadro 4. Nesta amostra, os resultados (não evidenciados) indicaram que nenhum composto apresentou significância estatística entre as variáveis analisadas nos três anos. Além disso, não apresentou um comportamento de correlações que possam denotar claramente uma tendência de aumento ou diminuição, dado que 2010 apresentou índice de correlação menor que 2009 e também de 2011.

4.6 Conselho de Administração e Conselho Fiscal

Ao se pretender analisar a situação envolvendo o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal, em conjunto, a amostra fica composta por 21 empresas que atenderam aos requisitos da pesquisa.

Tabela 4 – Correlações canônicas entre a remuneração da CA + CF e o desempenho

Correlação Canônica: CA + CF 2009						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,788182	0,887796	0,10757	31,2146	18	0,0272
2	0,49216	0,701541	0,50784	9,48625	8	0,3029
Correlação Canônica: CA + CF 2010						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,729334	0,854011	0,194872	22,8958	18	0,1946
2	0,280028	0,529177	0,719972	4,5996	8	0,7994
Correlação Canônica: CA + CF 2011						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G. Liberdade	Valor-p
1	0,670833	0,819044	0,239508	20,0084	18	0,3323
2	0,27238	0,521901	0,72762	4,45168	8	0,8142

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados da Tabela 4 mostram que apenas o primeiro composto do ano de 2009 revelou-se estatisticamente significativo ao nível de confiança de 95%, não se repetindo nos demais anos. Além disso, essa amostra indica uma tendência de diminuição no índice de correção entre as variáveis contábeis e de mercado com o desempenho das empresas.

4.7 Diretoria Executiva, Conselho de Administração e Conselho Fiscal

Para avaliar a relação entre a remuneração global atribuída aos executivos da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, em conjunto, com o desempenho das empresas, a amostra fica composta por 21 empresas. A lista de empresas é a mesma do Conselho Fiscal, apresentadas no Quadro 4, exceto pela empresa Bradespar que não apresenta informações para o Conselho de Administração.

Os resultados (não evidenciados) da análise de correlação canônica entre a remuneração total atribuída aos executivos da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal com o desempenho das empresas investigadas, nos anos de 2009, 2010 e 2011 (separadamente), constataram que nenhum composto apresentou significância estatística entre as variáveis analisadas, em nenhum dos três anos. Contudo, apresentaram um comportamento que possa denotar uma tendência de aumento no índice de correlação no período 2009 e 2011.

4.8 Intermediários Financeiros – IF

Considerando-se que o maior número de empresas da amostra investigada está atrelado ao subsetor de Intermediários Financeiros (bancos), efetuou-se análise de amostra específica. Para a análise desta amostra com 23 empresas, considerou-se as variáveis descritas no Quadro 2, exceto a variável *dummy* "setor". Não foram realizadas análises dos organismos de forma individual.

Tabela 5 – Correlações canônicas entre a remuneração e o desempenho em IF

Correlação Canônica: DE + CA 2009 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,759302	0,87138	0,208812	25,8443	16	0,0563
2	0,132472	0,363967	0,867528	2,34477	7	0,9383
Correlação Canônica: DE + CA 2010 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,762758	0,87336	0,197913	26,7288	16	0,0446
2	0,165777	0,407157	0,834223	2,9907	7	0,8859
Correlação Canônica: DE + CA 2011 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,887566	0,942107	0,0937013	39,0661	16	0,0011
2	0,166611	0,40818	0,833389	3,00721	7	0,8843

Fonte: Dados da pesquisa

Por meio da Tabela 5, pode-se notar novamente que os resultados encontrados são mistos, em que no ano de 2009 não foram verificados compostos com significância estatística, ao passo que nos anos de 2010 e 2011 pelo menos um composto indicou correlação estatisticamente significativa entre remuneração e desempenho, ao nível de 5% e 1%, respectivamente. Observa-se que as correlações canônicas apresentaram-se elevadas nos três anos (acima de 87%) e com tendência de crescimento ao longo do período.

A Tabela 6 apresenta as correlações canônicas considerando a amostra de 17 empresas, envolvendo a remuneração média dos executivos da Diretoria Executiva, Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, com o desempenho das organizações.

Tabela 6 – Correlações canônicas entre a remuneração global e o desempenho em IF

Correlação Canônica: DE + CA + CF 2009 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,820999	0,90609	0,12273	22,0266	16	0,1423
2	0,314365	0,560683	0,685635	3,96281	7	0,7841
Correlação Canônica: DE + CA + CF 2010 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,662256	0,813791	0,267156	13,8592	16	0,6092
2	0,208999	0,457164	0,791001	2,46178	7	0,9299
Correlação Canônica: DE + CA + CF 2011 em IF						
Númer	Autovalor	Correlação	Lâmbda de	Qui-	G.	Valor-p
1	0,945032	0,972127	0,0348119	35,2569	16	0,0037
2	0,366692	0,605551	0,633308	4,79638	7	0,6848

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 6 indica que quando se consideram as remunerações médias do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal, em conjunto, apenas o ano de 2011 apresentou um composto com significância estatística.

Nas análises de correlações canônicas realizadas em outras duas amostras, sendo Conselho de Administração em conjunto com Conselho Fiscal e a Diretoria Executiva mais Conselho Fiscal (não evidenciadas), os resultados, em ambas as amostras, apresentaram apenas um composto em cada uma das amostras com significância estatística, no ano de 2011.

Da análise do contexto da remuneração dos executivos com o desempenho organizacional das empresas pesquisadas constata-se que, de modo segregado por organismo, tem-se:

- a) Para a Diretoria Executiva: nos três anos pesquisados, verificaram-se pelo menos um composto de correlação canônica estatisticamente significativa entre as variáveis utilizadas;
- b) Para o Conselho de Administração: em dois dos três anos pesquisados, verificaram-se pelo menos um composto de correlação canônica estatisticamente significativa entre as variáveis utilizadas;
- c) Para o Conselho Fiscal: em nenhum dos três anos pesquisados, verificaram-se qualquer composto de correlação canônica estatisticamente significativa entre as variáveis utilizadas.

Na análise em conjunto, os resultados foram mistos. Considerando-se a remuneração média dos executivos da Diretoria Executiva com o Conselho de Administração, encontrou-se correlação significativa com o desempenho das empresas, a exemplos dos achados anteriores de Camargos, Helal e Boas (2007) e Camargos e Helal (2007). Quando se considera a remuneração média dos executivos da Diretoria Executiva somada ao Conselho Fiscal, e no conjunto da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e Conselho Fiscal, não foi verificada qualquer correlação significativa em nenhum dos compostos nos três anos, corroborando os achados de Gregg, Machin; Szymanski (1993) e Shiwakoti (2012).

Os achados da investigação empírica realizada neste estudo não permitem uma indicação firme sobre a existência de correlação significativa entre remuneração de executivos e o desempenho das empresas do setor econômico financeiro e outros, listadas na BMF&Bovespa para o período 2009-2011.

5 CONCLUSÕES E PESQUISAS FUTURAS

O objetivo deste artigo foi analisar a existência de correlação estatisticamente significativa entre medidas de desempenho de empresas brasileiras de capital aberto do setor econômico "financeiro e outros" com a remuneração dos seus executivos, compreendendo os membros do Conselho de Administração, da Diretoria Executiva e do Conselho Fiscal.

Para o tratamento dos dados coletados, a técnica escolhida foi a Correlação Canônica, a partir do pacote estatístico *Statgraphics*[®]. Como variáveis dependentes utilizou-se a remuneração fixa média (RFm) e a remuneração total média (RTm), enquanto as variáveis explicativas utilizadas foram o retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), lucro por ação (LPA), dividendos por ações (DPA), retorno acionário (RA), índice de valor de mercado (IVM), Q de Tobin (QT) e tipo de controle acionário.

Para responder ao problema de pesquisa, foram analisadas diversas amostras constituídas das empresas que publicaram informações contábeis, de mercado e de remuneração, no período 2009-2011, cujos resultados ficaram assim constituídos:

- Diretoria Executiva (41 empresas): a correlação existente no primeiro composto apresenta valores de p inferior a 0,05, apresentando correlação

estatisticamente significativa no nível de confiança de 95% para os anos de 2009 e 2010; e significativo ao nível de 1% em 2011;

- Conselho de Administração (38 empresas): os anos de 2010 e 2011 apresentaram ao menos um composto significativo ao nível de 1%;
- Conselho Fiscal (22 empresas): não foram verificados quaisquer compostos estatisticamente significativos nos três anos investigados;
- Diretoria Executiva e Conselho de Administração (38 empresas): um composto apresentou significância estatística ao nível de confiança de 95% em 2010 e significativo ao nível de 1% em 2009 e 2011;
- Diretoria Executiva e Conselho Fiscal (22 empresas): não foram verificados quaisquer compostos estatisticamente significativos nos três anos investigados;
- Conselho de Administração e Conselho Fiscal (21 empresas): apenas em 2009 foi verificado um composto com significância estatística ao nível de confiança de 95%;
- Diretoria Executiva, Conselho de Administração e Conselho Fiscal (21 empresas): não se constatou qualquer composto estatisticamente significativo nos três anos investigados.

Na amostra constituída pelas 23 empresas do subsetor de Intermediários Financeiros (bancos), os achados indicam que para a Diretoria Executiva em conjunto com o Conselho de Administração e Diretoria Executiva conjuntamente com Conselho de Administração e Conselho Fiscal, encontraram-se pelo menos um composto com significância estatística. Quando se considera o Conselho de Administração mais Conselho Fiscal e Diretoria Executiva mais Conselho Fiscal, não se visualiza a presença de qualquer correlação positiva com significância estatística, entre as variáveis de desempenho organizacional com a remuneração dos executivos.

Os achados mistos desta investigação empírica não permitem uma indicação firme sobre a existência de correlação significativa entre a remuneração global de executivos e o desempenho econômico-financeiro das empresas investigadas. Algumas amostras (Diretoria Executiva; Conselho de Administração; Diretoria Executiva + Conselho de Administração) indicaram correlação significativa com o desempenho das empresas, a exemplo dos achados de Camargos, Helal e Boas (2007) e Camargos e Helal (2007). Outras amostras (Diretoria Executiva + Conselho Fiscal; Diretoria Executiva + Conselho de Administração + Conselho Fiscal) não verificaram qualquer correlação significativa em nenhum dos compostos nos três anos, corroborando os achados de Gregg, Machin; Szymanski (1993) e Shiwakoti (2012).

Além disso, nota-se que nas amostras com a presença das informações relativas à remuneração do Conselho Fiscal (que apresenta somente remuneração fixa), tende a não representar correlações significativas com o desempenho. Por outro lado, as amostras com presença de remuneração variável tendem a apresentar correlações mais significativas positivamente. Neste ponto, os resultados sinalizam para os achados de Kouhy et al. (2009) que um esquema de bônus relacionado com performance podem levar à melhoria do desempenho organizacional.

À luz da Teoria da Agência, a remuneração serve como mecanismo a ser utilizado com o propósito de reduzir os conflitos advindos da relação de agência, incentivando os executivos a trabalhar em direção aos interesses organizacionais, em detrimento de interesses unicamente pessoais. Assim, os resultados obtidos nas amostras com a diretoria executiva e com o conselho de administração atenderam a esperada relação entre a remuneração dos gestores e o desempenho financeiro das instituições financeiras, mostrando-se um mecanismo gerencial que maximiza a riqueza do principal (maior desempenho empresarial) e do agente (maior remuneração).

A partir dos resultados obtidos pode-se concluir que as empresas brasileiras de capital aberto do setor "financeiro e outros" utilizam a remuneração como instrumento de alinhamento de interesses entre os acionistas e os gestores da diretoria executiva e do conselho de administração, maximizando a riqueza dos agentes e dos principais.

Relações positivas foram encontradas entre variáveis de desempenho contábil e de mercado com a remuneração de curto prazo. Se a remuneração baseada em desempenho é utilizada para motivar os gestores a alcançar resultados que estão no melhor interesse dos acionistas (especificamente, elevado desempenho da empresa), então os resultados sugerem que os contratos de remuneração da diretoria executiva e do conselho de administração têm sido efetivamente negociados para alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas, além de reduzir os conflitos de agência no curto prazo.

Pesquisas futuras, utilizando outras técnicas estatísticas, poderiam investigar se algum indicador em particular apresenta relação estatisticamente significativa com a remuneração ou se determinado tipo de remuneração variável se manifesta mais correlacionada com o desempenho das organizações, inclusive, ampliando a amostra utilizada e o período.

REFERÊNCIAS

ANSTEY, J.; RANKIN, M.; STRYDOM, M. **Executive remuneration structure and performance in the Australian financial sector**. 2010 American Accounting Association Annual Meeting and Conference on Teaching and Learning in Accounting. 2010. San Francisco, CA.

BARBOSA, A. C. Q.; RODRIGUES, J. M.; SILVA, N. C.; RODRIGUES, R. B. Remuneração em instituições de saúde no Brasil: realidade atual e perspectivas. In: EnANPAD, 30., 2006. Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROM.

BEBCHUK, L. A.; SPAMANN, H. Regulating bankers' pay. out. **Georgetown Law Journal**, v. 98, n. 2, p. 247-287, 2010.

BOL, J. C.; SMITH, S. D. Spillover effects in subjective performance evaluation: bias, fairness, and controllability. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, p. 1213-1230, 2011.

BOL, J. C.; HECHT, G.; SMITH, S. D. **Managers' discretionary adjustments: the influence of uncontrollable events and compensation interdependence**. 2011.

Disponível em:

<<http://saf.uwaterloo.ca/SAF/.../BHS%20-%2011.30.11.pdf>>. Acesso em: 05 jul. 2012.

BM&FBOVESPA S.A – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Empresas listadas**. 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 02 jul. 2012.

BRIGNALL, S.; BALLANTINE, J. Performance measurement in service businesses revisited. **International Journal of Service Industry Management**, v. 7, n. 1, p. 6-31, 1996.

BUHOVAC, A. R.; GROFF, M. Z. Contemporary performance measurement systems in Central and Eastern Europe: a synthesis of the empirical literature. **Journal for East European Management Studies**, v. 17, p. 68-103, 2012.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 27., 2007. Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ENEGEP, 2007. CD ROM.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: EnANPAD, 31., 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM.

CESAR, A. M. R. V. C.; PEREZ, G. Desempenho da área de recursos humanos e desempenho econômico-financeiro – um estudo exploratório sobre a mensuração do valor gerado pelas pessoas. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009. CD-ROM.

CHAPMAN, C.S. Reflections on a contingent view of accounting. **Accounting, Organizations and Society**, v. 22, p. 189-205, 1997.

COELHO, E. T. B.; ROGLIO, K. D. Remuneração estratégica: um estudo qualitativo em instituições de ensino e empresas de outros setores. In: EnANPAD, 34., 2010. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. CD-ROM.

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/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 10 jun. 2012.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Determinantes internos da remuneração de dirigentes de empresas com ações negociadas no segmento Bovespa. In: CONGRESSO ANPCONT, 6., 2012. Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: AnpCONT, 2012. CD-ROM.

DIAS, W. O.; BARBOSA NETO, J. E.; MÁRIO, P. C. Política de remuneração no contexto organizacional: um estudo da produção científica nos periódicos brasileiros. In: CONGRESSO ANPCONT, 5., 2011. Vitória - ES. **Anais...** Vitória: AnpCONT, 2011. CD-ROM.

- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. F.; CHAN, B. L. **Análise dos dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FERRARINI, G.; UNGUREANU, M. C. Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at european banks. **Vanderbilt Law Review**, 64, 2; p. 431-501, 2011.
- FITZGERALD, L.; JOHNSTON, R.; BRIGNALL, T. J.; SILVESTRO, R.; VOSS, C. Performance Measurement in Service Businesses. **CIMA**, London. 1991.
- FREZATTI, F.; ROCHA, W.; NASCIMENTO, A. R.; JUNQUEIRA, E. **Controle gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico**. São Paulo: Atlas, 2009.
- FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: EnANPAD, 30., 2006. Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROM.
- GALLON, A.V.; MIRANDA, K. F.; TOMÉ, F. W. C. Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBovespa: um estudo à luz dos CPC's 10 e 33. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. CD-ROM.
- GHOSH, D. Alternative measures of managers' performance, controllability, and the outcome effect. **Behavioral Research in Accounting**, v. 17, p. 55-70, 2005.
- GONG, G.; LI, L. Y.; SHIN, J. Y. Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts. **The Accounting Review**, v. 86, n. 3, p. 1007-1043, 2011.
- GREGG, P.; MACHIN, S.; SZYMANSKI, S. The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance. **British Journal of Industrial Relations**, v. 31, p. 1-9, 1993.
- HAIR Jr., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAN, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HYPKO, P.; TILEBEIN, M.; GLEICH, R. Benefits and uncertainties of performance-based contracting in manufacturing industries: An agency theory perspective. **Journal of Service Management**, v. 21, n. 4, p. 460-489, 2010.
- HODGSON, P. **What really happened to CEO pay in 2002: a survey of CEO compensation**. 2003. Disponível em: < <http://www.thecorporatelibrary.com> >. Acesso em: 27 jun. 2012.
- INGHAM, H.; THOMPSON, S. Executive compensation and deregulation in UK building societies. **Accounting and Business Research**, v. 23, p. 373-383, 1993.
- INGHAM, H.; THOMPSON, S. Mutuality, performance and executive compensation. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 57, p. 295-308, 1995.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, H.T.; KAPLAN, R.S. Relevance lost: the rise and fall of management accounting. **Harvard Business School Press**, Boston, MA. 1987.

KAPLAN, S.; HENDERSON, R. Inertia and incentives: bridging organizational economics and organizational theory. **Organization Science**, v. 16, n. 5, p. 509-521, 2005.

KIHN, L. Performance outcomes in empirical management accounting research: Recent developments and implications for future research. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 59, n. 5, p. 468-492, 2010.

KOUHY, R.; VEDDA, R.; YOSHIKAWA, T.; INNES, J. Human resource policies, management accounting and organisational performance. **Journal of Human Resource Costing & Accounting**, v. 13, n. 3, p. 245-263, 2009.

KLOTZLE, M. C.; COSTA, L. A. Governança corporativa e desempenho dos bancos no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 4, n. 4, 2006.

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

MACEDO, M. A. S.; SOUZA, M. A. F.; OLIVEIRA, M. A. Análise de desempenho organizacional no setor varejista brasileiro. In: SIMPEP, 11. 2004. **Anais...** Bauru, 2004.

MACEDO, M. A. S.; SANTOS, R. M.; SILVA, F. F. Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 11-44, 2006.

MARQUART, A.; LUNKES, R. J.; VICENTE, E. F. R. Evidenciação dos sistemas de remuneração variável nos relatórios de companhias abertas. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2008. Salvador. **Anais...** Salvador: AnpCONT, 2008. CD-ROM.

MARQUEZAN, L.H. F.; DIEHL, C. A.; ALBERTON, J. R. Um estudo sobre remuneração variável de executivos em empresa de capital fechado. In: CONGRESSO ANPCONT, 6., 2012. Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: AnpCONT, 2012. CD-ROM.

MATITZ, Q. R. S.; BULGACOV, S. O conceito desempenho em estudos organizacionais e estratégia: um modelo de análise multidimensional. **RAC**, Curitiba, v. 15, n. 4, p. 580-607, 2011.

MATOLCSY, Z.; WRIGHT, A. Australian CEO compensation: The descriptive evidence. **Australian Accounting Review**, v. 17, n. 3, p. 47-59, 2007.

MATOLCSY, Z.; WRIGHT, A. CEO compensation structure and firm performance. **Accounting and Finance**, n. 51, p. 745-763, 2011.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In.: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds.). **Handbook of Labor Economics**, v. 3, Amsterdam: North Holland, April, 1998.

NANNI, A.J.; DIXON, J.R.; VOLLMANN, T. E. Strategic control and performance measurement. **Journal of Cost Management**, Summer, p. 33-42, 1990.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L.; ALVES, T. W.; LERNER, D. F. Um estudo sobre o efeito da avaliação de desempenho operacional e de gestores no resultado

econômico da empresa. In: EnANPAD, 31., 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L.; LERNER, D. F. A influência da avaliação de desempenho operacional e de gestores no resultado das empresas. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2008. CD-ROM.

NASCIMENTO, S.; ROCHA, I.; KROENKE, A.; DA SILVA J. O.; HEIN, N. Investigação da produção científica em pesquisas da área de Engenharia III e Administração, Ciências Contábeis e Turismo relacionadas à avaliação de desempenho organizacional. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 3, p. 66 - p. 79, 2010.

NASCIMENTO, E. M.; DIAS, W. O.; BARBOSA NETO, J. E.; CUNHA, J. V. A. Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de *stock options* no desempenho das empresas brasileiras. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. CD-ROM.

OYADOMARI, J. C. T.; CÉSAR, A. M. R. V. C.; SOUZA, E. F.; OLIVEIRA, M. A. Remuneração variável e congruência de metas. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2008. Salvador. **Anais...** Salvador: AnpCONT, 2008. CD-ROM.

RAVIV, A.; LANDSKRONER, Y. The 2007-2009 financial crisis and executive compensation: an analysis and a proposal for a novel structure. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1420991>>.

SARUBBI, F. M.; DIAS, J. L. P. C.; CORREA, H. L. Sistemas de mensuração e avaliação de desempenho organizacional: estudo de casos no setor de revistas segmentadas. 2010. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 13. 2010. São Paulo. **Anais...** São Paulo: Semead, 2010. CD-ROM.

SHIWAKOTI, R. K. Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting and Finance**, v. 52, p. 213–235, 2012.

SILVA, J. O.; BEUREN, I. M. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: CONGRESSO ANPCONT, 4., 2010. Blumenau. **Anais...** Blumenau: AnpCONT, 2010. CD-ROM.

SILVA, J. O.; AILLÓN, H. S.; SARTORELLI, I. C.; BEZERRA, F. A. Remuneração variável dos gestores e o conservadorismo contábil. In: CONGRESSO ANPCONT, 6., 2012. Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: AnpCONT, 2012. CD-ROM.

VASCONCELOS, K. A.; SILVA, G. A. V. A aplicação estratégica da remuneração variável: conectando o sistema de recompensas ao Balanced Scorecard. In: EnANPAD, 31., 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM.

VICTOR, F. G.; TERRA, P. R. S. Determinantes do nível de evidenciação da remuneração por meio de opções de ações no Brasil. In: EnANPAD, 33., 2009. São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2009. CD-ROM.

WEISS, D. Examining shareholder value creation over CEO tenure: a new approach to testing effectiveness of executive compensation. **Journal of Management Accounting Research**, v. 23, p. 29-36, 2011.