

REMUNERAÇÃO, COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

COMPENSATION, BOARD OF DIRECTORS AND OWNERSHIP STRUCTURE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THE BRAZILIAN STOCK MARKET

Laise Ferraz Correia* E-mail: laise@dcsa.cefetmg.br

Hudson Fernandes Amaral** E-mail: hfamaral@cepead.face.ufmg.br

Pascal Louvet*** E-mail: pascal.louvet@iae-grenoble.fr

* Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Belo Horizonte, MG

** Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, MG

*** Université Pierre-Mendès-France - Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Grenoble, França

Resumo: O objetivo deste artigo foi identificar os determinantes da remuneração dos dirigentes de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. O argumento principal foi o de que os incentivos são influenciados por dois outros instrumentos internos de governança corporativa, que abrangem as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle. Assim, a análise consistiu em examinar o relacionamento entre essas variáveis. Na perspectiva da teoria da agência, a remuneração dos dirigentes é um mecanismo essencial de governança, na medida em que produz o alinhamento de interesses entre proprietários e administradores. Fundamentando-se nesse enfoque, a análise empírica foi conduzida mediante testes estatísticos de comparação de médias e, principalmente, análise de regressão de dados em painel. Os testes de médias sugeriram que a remuneração é significativamente maior nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos. Nas empresas com programa de participação dos administradores nos lucros, os percentuais de membros independentes no Conselho e a participação de investidores institucionais no capital e no controle são significativamente maiores, e a propriedade e o controle se mostraram menos concentrados. Na análise de dados em painel, a remuneração mostrou-se associada à independência do Conselho, à maior participação de investidores institucionais no capital e, também, ao tamanho da empresa. Concluiu-se que a remuneração dos administradores de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa é, em parte, explicada pelos instrumentos de governança relativos ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade.

Palavras-chave: Governança corporativa. Remuneração. Conselho de Administração. Estruturas de propriedade e controle.

Abstract: The purpose of this paper was to identify the determinants of executive compensation of companies listed on BM&FBovespa. The main argument is that remuneration is affected by two other internal corporate governance instruments, which encompass characteristics of the Board of Directors and ownership and control structures. Therefore, the analysis consisted in studying the relationship between these variables. In the agency theory framework, executive compensation is considered a central mechanism of corporate governance as it can lead to the alignment of interests between stockholders and managers. Based on this theoretical framework, we performed the empirical study using statistical methods for comparing means and, mostly, panel data regressions. The tests to compare means revealed that remuneration is significantly higher in companies where CEO and Chairman positions are held by different individuals, and where there are independent Board members. The percentage of independent Board members and institutional ownership are significantly

higher in companies with executive profit-sharing plans, and concentration of ownership and control are significantly lower in these companies. The panel data analysis showed that remuneration is related to Board independence, institutional ownership and company size. Thus, we conclude that the executive compensation of Brazilian firms listed on BM&FBovespa is somehow explained by Board of Directors and ownership and control structures.

Keywords: Corporate governance. Compensation. Board of directors. Ownership and control structures.

1 INTRODUÇÃO

A política de remuneração ou de incentivos aos dirigentes de empresas visa a estabelecer uma conexão entre a riqueza desses atores e a dos acionistas. Na medida em que ela proporciona o alinhamento de interesses, as decisões tomadas pelos administradores tendem a ser mais compatíveis com a geração de valor para a firma. As modalidades de incentivo aos dirigentes constituem, dessa forma, elemento importante, capaz de viabilizar a redução dos problemas de agência nas empresas em que há alguma forma de dissociação entre propriedade e decisão.

Na perspectiva da teoria da agência, a governança integra os mecanismos capazes de alinhar os interesses de acionistas e dirigentes. Esse pressuposto é sintetizado no conceito de governança corporativa de Shleifer e Vishny (1997), que a definem como os mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. Segundo esses autores, a governança permite entender “como os fornecedores de capital asseguram que os administradores lhes retornam parte dos lucros? Como eles asseguram que os administradores não se apropriam do capital que forneceram ou que não o invistam em maus projetos? Como os fornecedores de capital controlam os administradores?” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737).

Compreendendo um entre esses mecanismos de governança, a remuneração ou os contratos de incentivos são desenvolvidos com a finalidade de minimizar os problemas de agência gerados pela separação entre a propriedade e a decisão na empresa. Eles podem adotar diversas modalidades, tais como: participação acionária dos dirigentes na companhia; programas de opções de compra de ações da firma; remuneração em dinheiro ou variação da remuneração em dinheiro, incluindo comissões, bônus; e planos de participação dos administradores nos lucros da companhia.

Esses instrumentos de compensação fazem parte das regras internas do jogo organizacional, conforme argumentado por Jensen (1998), criadas para recompensar e punir os agentes em função de sua performance e, assim, motivá-los a agir no sentido da maior eficiência da empresa. Os conflitos de agência seriam reduzidos e, conseqüentemente, as companhias tornar-se-iam mais eficientes.

A governança das firmas é exercida por um conjunto de mecanismos, conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), que compreende elementos, tais como, características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, transparência das informações publicadas e proteção dos investidores, os quais apresentam um comportamento associado. Esses instrumentos têm por finalidade, entre outras: motivar os administradores para que tomem decisões que maximizem o valor da firma, ao invés de visar ao alcance de objetivos pessoais; e assegurar que os acionistas minoritários recebem informações confiáveis sobre o valor da firma e, também, que os administradores e os acionistas majoritários da companhia, que detêm elevados percentuais da propriedade, não se apropriem indevidamente dos recursos proporcionados pelos investimentos.

A remuneração dos dirigentes constitui mecanismo essencial de governança corporativa, na medida em que é capaz de produzir o alinhamento dos interesses dos administradores aos dos acionistas e, por conseqüência, permite reduzir os custos de agência nas empresas. Assim, torna-se interessante entender quais são os seus determinantes.

No contexto internacional, observam-se diversas evidências empíricas que sugerem a relação entre remuneração dos executivos e composição do Conselho de Administração, e características da estrutura de propriedade e controle das empresas (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; HARTZELL; STARKS, 2003; TREMBLAY; CHÉNEVERT, 2004; MAGNAN; ST-ONGE, 2005; SAPP, 2008; BARONTINI; BOZZI, 2011; CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009; AGGARWAL; EREL; FERREIRA; MATOS, 2011).

No contexto brasileiro, o foco dos estudos sobre remuneração tem consistido em analisar sua associação com a performance, em termos de valor de mercado das ações e/ou rentabilidade contábil. Ou seja, visam a verificar se o melhor desempenho financeiro da companhia explica os níveis de remuneração. Camargos, Helal e Boas (2007) e Ventura (2013), por exemplo, analisaram a relação entre

desempenho e remuneração de executivos de empresas brasileiras, e, em geral, registraram associações significativas entre variáveis de desempenho contábil e remuneração executiva.

Há, ainda, análises como a de Krauter (2013) que buscam explicar o desempenho financeiro das empresas em função das suas políticas de remuneração de executivos. Poucos são os trabalhos que buscam entender quais são os aspectos de governança corporativa que afetam a remuneração de dirigentes no Brasil. De um lado, há evidências empíricas como Pinto e Leal (2013), que encontraram suporte para a hipótese de que firmas com capital menos concentrado apresentam níveis mais elevados de remuneração dos administradores. De outro, há evidências tais como Funchal e Terra (2006), que sugerem a independência entre tamanho do Conselho, acúmulo das funções de presidente da empresa e do Conselho, independência do Conselho, concentração de propriedade e controle e remuneração.

O objetivo deste artigo foi identificar os instrumentos internos do sistema de governança corporativa que influenciam a remuneração dos administradores em uma estrutura longitudinal, o que consistiu em examinar o seu relacionamento com características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e controle das empresas ao longo de dez anos. Dessa forma, o seu escopo difere da maioria dos estudos brasileiros.

No total, os resultados obtidos nos testes de comparação de médias sugeriram que a remuneração é significativamente maior nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos. Nas empresas com programa de participação dos administradores nos lucros, os percentuais de membros independentes no Conselho e a participação de investidores institucionais no capital e no controle são significativamente maiores, e a propriedade e o controle se mostraram menos concentrados. Na análise de dados em painel, a remuneração mostrou-se associada à independência do Conselho, à maior participação de investidores institucionais no capital e, também, ao tamanho da empresa.

Este artigo está dividido em cinco seções. Na seção 2, discutem-se os principais mecanismos de governança que influenciam a remuneração dos dirigentes. Na seção 3, descreve-se a metodologia utilizada para realizar o trabalho

empírico, sendo apresentados os modelos adotados para se estimar o relacionamento entre as variáveis estudadas. Na seção 4, apresentam-se e discutem-se os resultados das análises acerca da associação entre variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e controle e a remuneração. Na seção 5, apresentam-se as conclusões extraídas a partir da análise empírica.

2 REMUNERAÇÃO DE DIRIGENTES COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA

Os incentivos, ou contratos de compensação, são elementos importantes da estrutura de governança (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MURPHY, 1990). Discutem-se a seguir algumas evidências empíricas que buscaram, essencialmente, conhecer os determinantes internos da remuneração, isto é, outras dimensões da governança que têm associação com os incentivos.

2.1 O papel dos incentivos aos dirigentes

Na perspectiva da teoria da agência, os incentivos aos administradores de uma companhia representam um componente fundamental da sua estrutura de governança, porque em todo relacionamento de agência, o que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão, o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses autores sugerem que é possível limitar as divergências entre os interesses das partes que compõem os contratos nas organizações mediante o estabelecimento de incentivos apropriados para o agente.

A compensação dos executivos constitui um mecanismo de alinhamento de interesses, podendo ser em termos de participação acionária na companhia, da posse de opções de compra de ações ou de remuneração em dinheiro, comissões e bônus, entre outras possibilidades. Dessa forma, sob o arcabouço da teoria da agência, os contratos de incentivos são eficientes desde que permitam a minimização dos problemas de agência e, por conseguinte, conduzam à maximização do valor dos acionistas.

Nessa ótica, a construção do argumento baseia-se no pressuposto de que os

conflitos de interesses na empresa decorrem da separação entre propriedade e decisão. Ou seja, os indivíduos responsáveis pela tomada das decisões não são os seus credores residuais. Jensen e Meckling (1976) mostraram que os administradores, quando detêm parcelas muito pequenas do capital, tendem a apresentar um comportamento oportunista que se caracteriza pelo consumo de benefícios particulares, visto que eles suportam apenas parcialmente os custos resultantes dessa prática. Para reduzir esse problema, esses autores sugerem que uma solução potencial seria aumentar a parcela de ações dos investidores internos, o que tornaria as suas riquezas pessoais mais vulneráveis aos efeitos das suas decisões na firma.

Os estudos desenvolvidos nesse arcabouço consideram, todavia, um leque mais amplo de instrumentos de compensação aos dirigentes. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os contratos de incentivo *ex-ante* podem apresentar formatos diversos, incluindo a participação na propriedade, o uso de opções de ações ou, conforme Fama (1980), uma ameaça de demissão em caso de baixas rentabilidades. Supõe-se que os incentivos diversos permitiriam a convergência de interesses nas companhias e, por consequência, a maximização do seu valor.

Como argumentado por Wong (2009), nas últimas décadas, as empresas estão passando de uma estrutura de remuneração que compreende apenas salário fixo para outra mais flexível, que integra tanto uma parte fixa, quanto outra variável, associada ao desempenho dos dirigentes. Assim, visando obter melhor remuneração, os gestores conciliarão seus interesses com os dos acionistas.

Recentemente, Kaplan e Rauh (2010) observaram que as empresas com CEOs no quintil de remuneração mais elevada apresentam retornos de ações 60% maiores do que os de outras empresas dos seus setores de atividade. E as empresas com CEOs no quintil mais baixo de remuneração têm performance inferior a de outras empresas do ramo (cerca de 20%).

No modelo de Gabaix e Landier (2008), a remuneração de executivos é proporcional ao valor de mercado da empresa. Eles argumentam que o crescimento do salário decorre do aumento na capitalização de mercado das empresas, e não do talento dos executivos. O modelo reflete a relação entre compensação de executivos e tamanho da firma, representado pela capitalização de mercado, lucratividade e faturamento.

Os resultados de Frydman e Saks (2010), que estudam a evolução da remuneração de altos executivos entre 1936 e 2005, lançam, no entanto, dúvidas quanto ao modelo de Gabaix e Landier (2008), pois os salários dos CEOs não aumentaram com valor de mercado das firmas entre 1940 e 1970, e, também, porque na perspectiva histórica, os incentivos frequentemente ajudam a alinhar os interesses de dirigentes e acionistas, uma vez a riqueza dos dirigentes mostrou-se sensível à performance em grande parte da amostra.

Conforme argumenta Murphy (2012), explicar a compensação de executivos é complicado. Ela evoluiu com o tempo em resposta às mudanças nos ambientes econômico e político e está a eles associada.

2.2 Instrumentos internos determinantes da remuneração dos administradores

Alguns autores, tais como Finkelstein e Hambrick (1989), Core, Holthausen e Larcker (1999) e Hartzell e Starks (2003), argumentam que a compensação dos CEOs pode ser função de outros mecanismos de governança. Ou seja, a eficiência dos incentivos aos executivos em minimizar os problemas de agência depende de outros instrumentos de controle, tais como do monitoramento do Conselho de Administração e da composição acionária da companhia.

Finkelstein e Hambrick (1989) sugerem que a compensação do CEO depende da influência que ele exerce sobre o Conselho de Administração. Core, Holthausen e Larcker (1999) sugerem que a remuneração dos executivos é uma função da estrutura de propriedade e das características do Conselho. Eles argumentam, por exemplo, que o papel da remuneração torna-se menos pronunciado quando a propriedade é concentrada. Segundo Hartzell e Starks (2003), a maior participação de instituições na propriedade da companhia afeta a sensibilidade da compensação dos executivos em relação às variações na riqueza dos acionistas.

Finkelstein e Hambrick (1989) defendem o argumento de que o poder do CEO sobre o Conselho determina a sua remuneração. Para verificar esse efeito, argumentam que o modelo apropriado consiste em relacionar o impacto da estrutura de propriedade na compensação dos CEOs. Eles dividiram a sua amostra em função de três tipos de estrutura de propriedade: a) empresas cujas ações se concentram nas mãos dos seus administradores; b) empresas cujas ações são mais dispersas,

sendo mantidas por diversos acionistas; e c) empresas em que as ações pertencem a um número reduzido de acionistas não-dirigentes.

A análise consistiu em verificar a correlação entre o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia e a remuneração em dinheiro recebida pelo CEO nas três subamostras construídas a partir das características de propriedade. Finkelstein e Hambrick (1989) esperavam que a performance fosse mais fortemente relacionada à propriedade nas companhias em que as ações se concentram em poder de um pequeno número de acionistas externos, visto que essa categoria de proprietários teria maior interesse em incentivar os dirigentes a maximizar a sua riqueza. Os resultados se mostraram, todavia, contrários a essa hipótese, sendo observada uma correlação mais forte entre a compensação dos CEOs e a rentabilidade nas companhias com propriedade dispersa. No entanto, cabe ressaltar que, embora contrarie as expectativas de Finkelstein e Hambrick (1989), esta evidência corrobora a hipótese de maior associação entre incentivos e rentabilidade nas companhias em que há separação entre controle e decisão.

Hartzell e Starks (2003) examinaram se a presença de investidores institucionais no capital das companhias afeta a sua governança corporativa. Para isso, analisaram a associação entre a concentração de propriedade em poder de instituições – medida pela parcela do capital mantida pelos cinco maiores investidores institucionais e pelo Índice Herfindahl dos percentuais de participação das instituições – e a compensação dos executivos, representada pela remuneração em dinheiro (salário e bônus) e pela compensação total, o que inclui posições em ações e opções. Observou-se um relacionamento positivo e significativo entre as variáveis mudança na compensação dos executivos (expressa pela primeira diferença, tal como em Jensen e Murphy (1990)) e a interação entre concentração de propriedade em poder de instituições e variação na riqueza dos acionistas.

Os resultados dessa análise permitiram aos seus autores concluir que a associação positiva e significativa entre a sensibilidade da compensação dos executivos à variação na riqueza dos acionistas e a concentração de propriedade nas mãos de investidores institucionais constitui uma evidência de que a presença de instituições nas firmas serve como um mecanismo para reduzir os problemas de agência, que é complementar aos incentivos dos CEOs. Isto é, os dois mecanismos funcionam conjuntamente.

Hartzell e Starks (2003) verificaram se o nível de compensação dos executivos relaciona-se à participação de instituições no capital da companhia. Observou-se que o nível de remuneração dos CEOs, medido por ambas as variáveis de compensação consideradas no estudo, é uma função decrescente da concentração de propriedade nas mãos de investidores institucionais. Essa evidência sugere que as instituições exercem maior monitoramento em relação à magnitude dos incentivos aos executivos.

No entanto, tendo em vista que propriedade institucional e compensação podem ser, na verdade, determinadas de maneira endógena, esses autores consideraram o *timing* na análise. Isto é, eles examinaram se as variações na concentração de propriedade em poder de instituições associam-se às mudanças subsequentes na compensação, e vice-versa. Os resultados corroboraram a primeira hipótese – ou seja, são as mudanças ocorridas na propriedade dos investidores institucionais que influenciam a compensação dos executivos.

Aggarwal et al. (2011) também fornecem evidência de que a propriedade institucional afeta outros aspectos da governança corporativa, haja vista, por exemplo, a sua influência sobre as decisões do Conselho. Eles observaram que a propriedade institucional funciona como um mecanismo disciplinador, na medida em que influencia o *turnover* de CEOs com baixa performance. Além disso, os aumentos na propriedade institucional mostraram-se positivamente associados ao valor da firma.

O objetivo da análise de Core, Holthausen e Larcker (1999) também consistiu em verificar se há uma associação entre o nível de compensação dos executivos e a qualidade da governança corporativa, o que, nesse estudo, compreendeu as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, conforme a teoria da agência.

Core, Holthausen e Larcker (1999) analisaram uma amostra de empresas norte-americanas e concluíram que as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade associam-se ao nível de remuneração dos executivos, medida por três variáveis: compensação em dinheiro (salário, bônus), salário (componente fixo) e compensação total, o que inclui, além dos componentes em dinheiro, outros instrumentos, como: opções de ações e planos de remuneração baseados na performance da firma.

Em relação às características do Conselho de Administração, Core, Holthausen e Larcker (1999) observaram que a compensação dos executivos é mais elevada quando: o Conselho é maior; o CEO ocupa também a função de presidente do Conselho; há uma maior proporção de conselheiros externos; e os conselheiros externos são indicados pelo próprio CEO ou são afiliados (receberam da empresa pagamentos, além da remuneração de conselheiro). Em geral, os sinais positivos dos coeficientes das variáveis que expressam as características do Conselho de Administração permitem supor que os executivos extraem maior compensação quando a estrutura de governança é fraca.

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, verificou-se que a magnitude da remuneração é uma função decrescente do percentual de propriedade do CEO na companhia e da existência de um *blockholder* com pelo menos 5% do capital (acionista com participação expressiva no capital). Em geral, os sinais negativos dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade sugerem que uma fraca estrutura de governança possibilita maior compensação dos executivos.

Basu et al. (2007) replicaram a análise de Core, Holthausen e Larcker (1999) em uma amostra de companhias japonesas, ajustando para as características específicas de governança do Japão. Para representar a remuneração dos executivos, utilizaram uma medida aproximativa calculada a partir dos valores de imposto de renda pagos pelos executivos. Observou-se uma relação positiva e significativa somente entre o nível de compensação dos executivos e a rentabilidade contábil das firmas e tão-somente na especificação que incluiu como fatores explicativos do nível de compensação aspectos de monitoramento que são especificamente japoneses, variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Em termos gerais, entretanto, os coeficientes das variáveis de performance financeira não se mostraram estatisticamente significativos.

Os resultados japoneses corroboraram os norte-americanos na análise do relacionamento entre a variação *cross-section* no pagamento dos executivos principais (excesso de remuneração prevista, conforme Core, Holthausen e Larcker (1999)) e as variáveis representativas da governança: características de monitoramento japonesas exercidas pelo banco principal e pelo *Keiretsu* (grupo industrial japonês, cujas firmas mantêm entre si laços de longo prazo); do Conselho de Administração; e da estrutura de propriedade dessas firmas. Verificou-se a

mesma associação negativa entre a performance contábil subsequente da companhia e a variável de compensação. Assim como na análise de companhias norte-americanas, essa evidência sugere a existência de custos de agência mais elevados nas firmas japonesas com pior governança, as quais remuneram em maiores níveis os seus executivos principais e apresentam uma pior performance em termos contábeis.

Corroborando em grande parte com as evidências de Core, Holthausen e Larcker (1999), Sapp (2008) observou que empresas canadenses com um acionista controlador pagam menos aos seus CEOs, que o nível de compensação dos executivos está diretamente associado ao tamanho do Conselho, e que o percentual de conselheiros independentes está significativamente relacionado a uma redução nos níveis de remuneração dos principais executivos. Ou seja, esse autor verificou que fatores internos de governança afetam a remuneração de executivos de firmas canadenses.

Tremblay e Chênevert (2004) também examinaram em que medida a composição da remuneração dos executivos de níveis superiores de uma amostra de empresas canadenses, francesas e inglesas é influenciada pela composição do Conselho de Administração (independência) e pela estrutura de controle da empresa, isto é, pelo fato de haver ou não um acionista majoritário na companhia e de ela ser do tipo familiar ou de capital disperso.

Os resultados de Tremblay e Chênevert (2004) sugerem a existência de efeito da estrutura de controle sobre a remuneração dos executivos. Porém, ao contrário, a independência do Conselho de Administração não se mostrou relevante. Verificou-se que o percentual de ações do acionista majoritário relaciona-se negativamente com a remuneração na forma de ações e de opções de compra e positivamente com os programas de participação nos lucros. Ou seja, quanto maior a participação do acionista dominante na empresa, menor a tendência de oferecer uma compensação em ações e opções, e, inversamente, maior a possibilidade de incluir programas de participação dos executivos nos lucros da empresa.

Esses relacionamentos observados confirmam a teoria da agência, pois, na medida em que há concentração da propriedade, os acionistas majoritários podem exercer um controle mais estreito sobre os dirigentes, o que torna menos importantes os demais mecanismos de governança. Tremblay e Chênevert (2004)

argumentam que nesse tipo de companhia os acionistas dominantes procuram resolver os conflitos de agência por meio da adoção de planos de participação nos lucros, os quais lhes permitem manter o poder político e financeiro na empresa, além de motivar os administradores a tomar melhores decisões, já que eles recebem parte dos lucros da companhia.

O estudo de Magnan e St-Onge (2005) corroborou o efeito dos programas de participação nos lucros sobre a criação de valor na empresa. Eles analisaram uma amostra de cooperativas financeiras canadenses que adotaram essa forma de compensar os dirigentes e concluíram que o nível de lucros delas aumentou após a implementação desses programas. Além disso, na comparação entre o grupo de empresas que adotaram um plano de participação nos lucros com as demais companhias da amostra verificou-se a sua maior rentabilidade.

Conyon e He (2011) encontram evidências compatíveis com a teoria da agência na China, haja vista a correlação positiva observada entre remuneração dos executivos e performance. Os seus resultados mostraram que os salários e incentivos do CEO são mais baixos em empresas controladas pelo Estado e empresas com estruturas de propriedade concentradas. Verificaram que o Conselho é importante, visto que nas empresas com diretores mais independentes há uma maior ligação entre remuneração e desempenho financeiro, e as empresas privadas e com diretores mais independentes no Conselho tendem mais a substituir o CEO por mau desempenho.

No Brasil, poucos estudos buscam entender os aspectos associados ao mecanismo de governança “remuneração de dirigentes”, o que difere do contexto internacional, em que, como apontam Souza e Borba (2007), muitas análises relacionam a composição e a influência do Conselho à remuneração dos executivos. O enfoque dos estudos brasileiros tem sido principalmente na associação desse instrumento de governança ao desempenho financeiro das empresas.

Camargos, Helal e Boas (2007), Vasconcelos e Monte (2013) e Ventura (2013), por exemplo, analisaram a relação entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras e registraram algumas associações significativas entre variáveis de desempenho e remuneração, embora os sentidos dos relacionamentos tenham diferido entre esses estudos. Mais especificamente, Camargos, Helal e Boas (2007) observaram que em empresas com

American Depositary Receipts (ADRs), as quais, em tese, estão sujeitas a padrões mais elevados de governança, há associação positiva e significativa entre salário médio e lucro por ação. Vasconcelos e Monte (2013) encontraram coeficiente positivo e significativo para retorno sobre o patrimônio líquido e coeficientes negativos, para retorno sobre o investimento e dividendo por ação, nas equações que estimaram o relacionamento entre essas variáveis e a remuneração.

Ventura (2013) buscou relacionar características das empresas e indicadores de desempenho à remuneração executiva de empresas brasileiras, comparando, também, com os níveis de governança corporativa diferenciada da BM&FBovespa. Essa autora verificou que os fatores determinantes da remuneração são: tamanho da empresa, existência de pagamento baseado em ações e de bônus, quantidade de membros na diretoria, valor da ação e retorno do patrimônio líquido. Quanto à influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, não foram observadas associações significativas.

Esses resultados corroboram, em parte, Funchal e Terra (2006), que verificaram relacionamento significativo entre tamanho da empresa, setor de atividade e país, e a remuneração total de executivos de empresas latino-americanas. Os indicadores de governança corporativa analisados, como tamanho do Conselho, Dualidade das funções de presidente da companhia e do Conselho, independência do Conselho, concentração acionária e natureza do controle não se mostraram significativas no relacionamento com a remuneração. Os coeficientes das variáveis de desempenho retorno sobre o ativo, crescimento do valor de mercado e Q de Tobin também não se mostraram significativos.

Recentemente, Pinto e Leal (2013) verificaram que a remuneração dos membros do Conselho de Administração de companhias brasileiras é menos elevada quando não há acionistas controladores e quando a propriedade é mais dispersa, isto é, quando não há grandes grupos de acionistas.

Para verificar se os Conselhos estão realizando sua função de monitoramento dos dirigentes, Kaplan e Minton (2012) estudaram o *turnover* de CEOs das 500 maiores empresas classificadas pela revista *Fortune*. Eles observaram que os níveis de *turnover* têm aumentado desde 1998 e, em determinado ano, um em cada seis CEOs perderam seus empregos. Dessa forma, concluem que o CEO deve esperar exercer essa função por menos tempo do que no passado.

Jenter e Lewellen (2010) apresentam evidência adicional consistente com essa conclusão. Eles verificaram que os Conselhos demitem agressivamente os CEOs por desempenho insuficiente, e que a sensibilidade entre *turnover* e desempenho aumenta significativamente com a qualidade do Conselho, o que significa maior número de conselheiros independentes e dirigentes com maior participação na propriedade.

Para verificar se os conselheiros independentes são realmente melhores monitores dos CEOs, Chhaochharia e Grinstein (2009) testaram a relação causal entre composição do Conselho e compensação dos CEOs, em função do efeito das mudanças nas regras de composição dos Conselhos das maiores bolsas de valores norte-americanas (maioria de conselheiros independentes e membros independentes nos comitês de remuneração, auditoria e monitoramento). Eles observaram que a redução da remuneração dos CEOs foi 17% maior nas empresas mais afetadas por essas mudanças, se comparadas a das empresas menos afetadas, o que eles interpretam como efeito causal de melhorias na independência do Conselho. Ou seja, nas empresas em que os Conselhos já eram mais independentes, a variação na remuneração dos executivos foi menor. Ademais, o decréscimo na remuneração mostrou-se mais pronunciado no subgrupo de empresas afetadas em que não há um *blockholder* externo no Conselho e no de empresas com baixa concentração de investidores institucionais. Seus resultados são consistentes com a hipótese de poder gerencial, ou seja, sugerem que os conselheiros dependentes permitem salários de CEOs mais elevados.

Todavia, Guthrie, Sokolowsky e Wan (2012) replicaram o estudo de Chhaochharia e Grinstein (2009), utilizando os mesmos dados e metodologia, e mostraram que os seus principais resultados devem-se, na verdade, a presença de dois *outliers* na amostra. Excluídas as duas empresas consideradas *outliers*, a variação na remuneração das firmas afetadas pelas novas regras de independência dos Conselhos reduziu em 74%, tornando-se econômica e estatisticamente insignificante. Eles verificaram que a independência do Conselho não afeta o nível de remuneração dos CEOs; que a independência do comitê de remuneração conduz ao acréscimo da compensação desses executivos; e que o aumento da remuneração dos CEOs ocorre apenas na presença de dirigentes *blockholders* ou elevada concentração de propriedade institucional, ambos considerados monitores

substitutos. Eles salientam, todavia, que esses resultados podem não ser generalizáveis, uma vez que se referem a uma amostra construída de maneira a replicar o estudo de Chhaochharia e Grinstein (2009).

Em suma, grande parte dos resultados das análises empíricas sugere que os mecanismos de governança funcionam de maneira complementar no controle dos problemas de agência. A utilização de incentivos aos executivos, em suas mais variadas modalidades, depende do uso de instrumentos internos de governança – por exemplo, do monitoramento do Conselho e das características do capital.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e dados

Neste artigo, visou-se a analisar os determinantes da remuneração de dirigentes ao longo do tempo. No ano de 2009, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) introduziu modificações na forma de divulgação de informações das companhias abertas, incluindo as de remuneração dos administradores. Conforme estabelece a Instrução CVM nº 480, as informações anuais das companhias com ações negociadas no mercado de capitais brasileiro são divulgadas por meio do documento eletrônico “Formulário de Referência”, que substituiu o relatório de Informações Anuais (IAN). Optou-se, assim, por analisar período anterior a essas alterações.

A amostra constituiu-se de companhias negociadas na BM&FBovespa no período de 1997 a 2006. Inicialmente, obteve-se na base de dados Economatica a relação de empresas com ações negociadas nessa bolsa. Em seguida, a cada ano, foram selecionadas as companhias cujas ações tiveram cotações mensais frequentes, sendo eliminadas apenas aquelas que ficaram mais de três meses consecutivos sem ser negociadas. Após esse filtro, restaram 266 empresas, pertencentes aos 19 setores de atividade da classificação da Economatica®, as quais, por serem ações com maiores níveis de liquidez, representam mais apropriadamente o mercado acionário. Houve dados faltantes para algumas empresas, porém não se valeu de critérios para tratamento das observações ausentes, que foram excluídas da análise. Formou-se, portanto, um painel não

balanceado.

Os dados necessários ao cálculo das variáveis que constituem os indicadores representativos dos incentivos aos administradores e do Conselho de Administração foram coletados no documento IAN das empresas. Nos IANs obtiveram-se, também, os dados acerca da natureza dos controladores e da participação acionária dos investidores institucionais. Os indicadores de mercado e as informações concernentes à composição acionária direta das empresas foram obtidos na Economatica[®].

3.2 Variáveis analisadas

As variáveis analisadas neste artigo são indicadores de remuneração dos dirigentes, características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e controle.

3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes representam os incentivos aos administradores (remuneração). Devido à escassez de dados detalhados sobre a remuneração de executivos brasileiros, empregou-se uma *proxy* que consiste no valor agregado da remuneração do conjunto de administradores da companhia. Expressou-se essa variável por meio da remuneração anual em dinheiro (valor absoluto) e da variação da remuneração em dinheiro (primeira diferença), sendo os seguintes os indicadores utilizados na descrição desse mecanismo de governança:

- REMUNERAÇÃO: valor anual da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores. Utilizou-se nas análises univariadas e em painel o logaritmo neperiano da remuneração anual em dinheiro (LOGREMU).
- REMUNERAÇÃO/NUM_ADM: valor anual da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores dividida pelo número de administradores.
- VAR_REM: variação de um ano para o outro no valor da remuneração anual em dinheiro paga a todos os administradores (primeira diferença).
- REM_TOTAL: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida pelos

administradores, incluindo o valor da participação nos lucros. Utilizou-se nas análises univariadas o logaritmo neperiano dessa variável (LOGREMTOTAL).

A remuneração em dinheiro paga aos executivos pode incluir parcelas variáveis e contingentes. Dentre esses componentes estão os planos de participação nos lucros, desenvolvidos para motivar a busca da maximização do valor da firma (JENSEN; MURPHY, 1990; TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004). Para representar esse instrumento, empregou-se:

- PART_LUCRO: (1) se a empresa mantém ativo um programa de participação dos administradores nos lucros; e (0) caso contrário.

A compensação dos executivos na forma de opções de compra de ações também representa um mecanismo de incentivo dos administradores (JENSEN; MURPHY, 1990). Esse incentivo foi representado pela seguinte variável:

- PLANO_OPÇÕES: (1) se a empresa possui um plano de incentivos para dirigentes na forma de opções de compra de ações; e (0) caso contrário.

3.2.2 Variáveis independentes e de controle

As variáveis independentes são indicadores do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle, descritas abaixo. Os indicadores do Conselho de Administração e as variáveis de estrutura de propriedade e controle foram selecionados com base nas argumentações e nas evidências empíricas apresentadas e discutidas na seção 2. Mais especificamente, os indicadores do Conselho de Administração foram selecionados com base nas argumentações de Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993). Seguiu-se a metodologia de Dutra e Saito (2002) para classificar os membros dos Conselhos no contexto brasileiro. Os argumentos de Jensen e Meckling (1976), Jensen (1993), Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e as evidências empíricas, tais como Claessens *et al.* (2002) e, no Brasil, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e Aldrighi e Mazzer (2005) foram as principais bases para a construção dos indicadores de estrutura de propriedade e de controle usados. As variáveis independentes e as de controle estão definidas no Quadro 1.

QUADRO 1 - Variáveis do Conselho de Administração, de estrutura de propriedade e controle, e variáveis de controle

	Variáveis	Definição
Independentes	TAM_CA	Número de membros no Conselho de Administração.
	INDEP	Percentual de conselheiros independentes no Conselho.
	PINDEP	Presença de conselheiros independentes: (1) quando há pelo menos um membro independente no Conselho de Administração; e (0) em caso contrário.
	SEPAR	Separação entre CEO e <i>Chairman</i> : (1) se as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; e (0) em caso contrário.
	AC1_TOT	Percentual do capital total mantido pelo maior acionista.
	AC_S5_TOT	Percentual do capital total mantido pelos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_TOT	Percentual do capital total mantido por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).
	[CV_CT]	Diferença entre o percentual de participação do maior acionista no capital votante e o seu percentual de participação no capital total.
	AC1_VT	Percentual de ações com direito a voto do primeiro acionista.
	AC_S5_VT	Percentual total de ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_VT	Percentual total de ações com direito a voto mantidas por investidores institucionais e instituições em geral, tais como bancos e seguradoras.
	F_FLOAT_VT	Percentual total de ações com direito a voto mantidas em circulação – isto é, percentual de títulos da empresa com direito a voto que não estão em poder dos seus acionistas controladores, sendo negociados no mercado acionário.
	F_FLOAT_TOT	Percentual do capital total mantido em circulação, ou seja, percentual de títulos da empresa que não estão em poder dos seus acionistas controladores.
Controle	Identidade do controlador	Identidade do primeiro acionista direito, quando há um acionista controlador. Variável categórica recalculada formando as seguintes variáveis dicotômicas: <ul style="list-style-type: none"> • FAM: (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é um indivíduo ou família; e (0) em caso contrário. • INST: (1) quando o maior acionista direto é um investidor institucional; e (0) em caso contrário. • EMP: (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é uma outra empresa; e (0) em caso contrário. • GOV: (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é o governo; e (0) em caso contrário. • NT_CONTR: (1) quando a empresa não possui um acionista de controle; e (0) em caso contrário.
	LOGVPAP	Índice <i>book-to-market</i> – logaritmo neperiano do valor patrimonial por ação/preço, obtido pela divisão entre o patrimônio líquido por ação, do último balanço, e o preço.
	LOGVM	Tamanho da firma (valor de mercado das ações) – logaritmo neperiano do resultado da multiplicação do preço de fechamento da ação no ano “t” pela quantidade de ações da companhia em circulação.

3.3 Método de análise dos determinantes dos incentivos aos administradores

Para examinar o relacionamento entre a remuneração dos dirigentes e as variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e controle, valeu-se de estatísticas descritivas, de testes estatísticos de comparação de médiasⁱ

– teste “t” e análise de variância – e, também, da análise de regressão de dados em painel. A análise consistiu, inicialmente, em verificar se há diferenças dos indicadores de remuneração dos administradores entre os grupos formados de acordo com características do Conselho de Administração. Igualmente, analisaram-se as características de propriedade das empresas que concedem incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros e plano de opções de compra.

Em seguida, buscou-se identificar mediante análise de dados em painel os fatores determinantes da remuneração em dinheiro (LOGREMU), da variação da remuneração (VAR_REM), da existência de programa de participação dos administradores nos lucros (PART_LUCRO) e de plano de opção de compra de ações (PLANO_OPÇÕES).

Procurou-se, assim, testar as três hipóteses descritas a seguir, as quais podem ser desdobradas em outras cinco hipóteses.

Hipótese 1: A existência de um programa de opções de compra para administradores está diretamente associada ao alinhamento de seus interesses aos dos acionistas.

- a) Quanto menos concentrada a propriedade, maior a probabilidade de a empresa ter programas de opções de compra de ações.
- b) Quanto maior a participação dos investidores institucionais no capital, maior a probabilidade de a empresa ter programas de opções de compra de ações.
- c) Quanto maior o percentual de membros independentes no Conselho de Administração, maior a probabilidade de a empresa ter programas de opções de compra de ações.
- d) Quando as funções de CEO e de presidente do Conselho são executadas por pessoas distintas, maior a probabilidade de a empresa ter programas de opções de compra de ações.
- e) Quanto menor o tamanho do Conselho de Administração, maior a probabilidade de a empresa ter programas de opções de compra de ações.

Hipótese 2: A existência de um plano de participação dos administradores nos lucros na companhia está diretamente associada a uma maior convergência dos seus interesses aos dos acionistas.

- a) Quanto menos concentrada a propriedade, maior a probabilidade de a empresa ter programas de participação dos administradores nos lucros.

- b) Quanto maior a participação de investidores institucionais no capital, maior a probabilidade de a empresa ter programas de participação dos administradores nos lucros.
- c) Quanto maior o percentual de membros independentes no Conselho, maior a probabilidade de a empresa ter programas de participação dos administradores nos lucros.
- d) Quando as funções de CEO e de presidente do Conselho são executadas por pessoas distintas, maior a probabilidade de a empresa ter programas de participação dos administradores nos lucros.
- e) Quanto menor o tamanho do Conselho de Administração, maior a probabilidade de a empresa ter programas de participação dos administradores nos lucros.

Hipótese 3: Quanto maior a variação da remuneração total dos executivos (em dinheiro), maior a convergência dos seus interesses com os dos proprietários.

- a) A variação da remuneração é mais elevada nas companhias em que há separação das funções de CEO e presidente do Conselho.
- b) Quanto maior o percentual de membros independentes no Conselho de Administração, maior a variação da remuneração em dinheiro.
- c) Quanto menor o tamanho do Conselho de Administração, maior a variação da remuneração em dinheiro.
- d) Quanto maior a participação dos investidores institucionais no capital, maior a variação da remuneração em dinheiro.
- e) Quanto mais concentrada a propriedade, menor variação da remuneração em dinheiro.

3.3.1 Modelos de dados em painel estimados

Os modelos utilizados para identificar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores estão apresentados a seguir. Os sinais sobre as variáveis indicam o sentido esperado do relacionamento. Todos os modelos foram estimados com variáveis alternativas para a estrutura de propriedade.

Na especificação (1), a remuneração dos administradores é representada pela variável PART_LUCRO:

$$PART_LUCRO_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_{it}^- + \beta_2 AC_INST_{it}^+ + \beta_3 INST_{it}^+ + \beta_4 EMP_{it}^+ + \beta_5 GOV_{it}^? + \beta_6 NT_CONTR_{it}^+ \quad (1)$$

$$+ \beta_7 INDEP_{it}^+ + \beta_8 SEPAR_{it}^+ + \beta_9 TAM_CA_{it}^+ + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it}$$

Na especificação (2), a remuneração é representada por PLANO_OPÇÕES:

$$PLANO_OPÇÕES_{it} = \beta_0 + \beta_1 F_FLOAT_{it}^+ + \beta_2 AC_INST_{it}^+ + \beta_3 INST_{it}^+ + \beta_4 EMP_{it}^+ + \beta_5 GOV_{it}^? \quad (2)$$

$$+ \beta_6 NT_CONTR_{it}^+ + \beta_7 INDEP_{it}^+ + \beta_8 SEPAR_{it}^+ + \beta_9 TAM_CA_{it}^+ + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it}$$

Na especificação (3), a remuneração é representada, alternativamente, por VAR_REM e LOGREMU:

$$VAR_REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_{it}^- + \beta_2 AC_INST_{it}^+ + \beta_3 INST_{it}^+ + \beta_4 EMP_{it}^+ + \beta_5 GOV_{it}^? + \beta_6 NT_CONTR_{it}^+ \quad (3)$$

$$+ \beta_7 INDEP_{it}^+ + \beta_8 SEPAR_{it}^+ + \beta_9 TAM_CA_{it}^+ + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it}$$

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas e análise de variância

A análise dos incentivos aos administradores revelou que a maior parte das empresas se vale de planos de participação dos administradores nos lucros, sendo o percentual superior a 50% em todos os anos do período estudado. Ao contrário, os planos de opções de compra para administradores são raros e apenas um número muito pequeno dentre as empresas analisadas oferece esse tipo de benefício.

Os dados da tabela 1 indicam que a remuneração anual média de todos os administradores é de R\$3.999.440 e que a remuneração em relação ao número total de membros da equipe dirigente é de R\$354.590. A remuneração total média, que compreende os valores da participação dos administradores nos lucros, é de R\$4.617.900. Ventura (2013) observou que, em média, executivos de empresas brasileiras receberam anualmente R\$370.000 no período 2009-2011. Diferentemente, Pinto e Leal (2013) encontraram uma remuneração média de, aproximadamente, R\$1.000.000 no ano de 2009. Nesse estudo, a mediana foi R\$2.813.000, valor bastante próximo ao registrado na tabela 1. As diferenças de valores observados nos estudos brasileiros se devem, muito possivelmente, à amostra e ao período das análises, que são diversos.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis de remuneração de dirigentes

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana
REMUNERAÇÃO	3.993,44	7.358,95	1.846,50
REMUNERAÇÃO/NUM_ADM	354,59	640,68	194,44
VAR_REM	468,77	3.509,47	60,00
REM_TOTAL	4.617,90	5.932,57	2.880,00

Nota: os valores nesta tabela estão expressos em mil reais

Os testes de médias apresentados na tabela 2 sugerem que a variação na remuneração anual (VAR_REM) e a remuneração em dinheiro (LOGREUM e LOGREMTOTAL) são significativamente maiores nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração (SEPAR) e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos (PINDEP), fornecendo suporte à hipótese 3 (a e b). Os Conselhos de Administração com essas características incentivam mais os administradores pela via da maior remuneração. Ou seja, há indícios de influência da composição dos Conselhos sobre a compensação dos dirigentes. Esses resultados corroboraram, em parte, com as evidências de Core, Holthausen e Larcker (1999), que encontraram associação significativa entre remuneração e percentual de conselheiros externos.

Tabela 2 - Teste de médias da remuneração dos administradores, segundo características dos Conselhos de Administração

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
SEPAR	VAR_REM	-2,0529	0,0403	-399,70
	LOGREMU	-5,0707	0,0000	-0,3523
	LOGREMTOTAL	-5,1235	0,0000	-0,3833
PINDEP	VAR_REM	-1,9969	0,0460	-362,78
	LOGREMU	-6,9496	0,0000	-0,4716
	LOGREMTOTAL	-3,0502	0,0024	-0,2192

Os resultados da tabela 3 sugerem que o peso dos conselheiros independentes no Conselho de Administração (INDEP) é significativamente maior nas empresas que mantêm ativo um programa de participação dos administradores nos lucros (PART_LUCRO). Similarmente, os investidores institucionais têm maior poder de voto (AC_INST_VT) e maior participação no capital (AC_INST_TOT) das empresas com esse tipo de incentivo. Ao contrário, a propriedade (AC_S5_TOT) e o controle (AC_S5_VT) são menos concentrados nas empresas com participação nos

lucros. Ou seja, nas empresas em que há esse tipo de programa de remuneração variável, os Conselhos são mais independentes (maior número de membros externos), a participação de investidores institucionais na propriedade e no controle é mais elevada, e a estrutura de propriedade e controle é mais concentrada. Essas evidências fornecem suporte à hipótese 2 (a, b e c), e corroboram com os argumentos de Tremblay e Chênevert (2004).

Esses resultados sugerem uma menor necessidade de recorrer-se a programas de participação nos lucros quando as companhias se caracterizam por forte concentração do capital, possivelmente porque nessas circunstâncias os acionistas majoritários têm elevado controle sobre os dirigentes. Há, ainda, evidências de que a implementação de programas de participação dos administradores nos lucros seja associada ao percentual mais pronunciado de instituições no capital das empresas.

Tabela 3 - Teste de médias dos percentuais de conselheiros independentes e da natureza da propriedade e controle, segundo participação nos lucros

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
PART_LUCRO	INDEP	-4,4885	0,0000	-4,2070
	AC_S5_VT	6,4745	0,0000	4,7150
	AC_S5_TOT	9,7183	0,0000	10,162
	AC_INST_VT	-4,3545	0,0000	-2,7178
	AC_INST_TOT	-3,2037	0,0014	-1,7749

Além desses testes de hipóteses, foram realizadas regressões em painel para analisar o relacionamento entre as variáveis representativas dos incentivos e alguns dos indicadores de composição do Conselho de Administração, variáveis de concentração da propriedade e do controle e características específicas das empresas. Os resultados dessas análises são discutidos na seção seguinte.

4.2 Análise dos determinantes internos da remuneração dos administradores

Quanto aos incentivos na forma de planos de participação nos lucros e de opções, não se observaram relações significativas com as variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, não corroborando, portanto, as hipóteses 1 e 2 deste estudo. Dados os resultados dos testes de hipóteses

apresentados na tabela 3, esperava-se que a probabilidade de as empresas lançarem mão do mecanismo de incentivo na forma de participação dos administradores nos lucros fosse mais elevada nas empresas em que os conselheiros independentes são mais numerosos e naquelas com maior peso de instituições no capital. Esperava-se, também, que as empresas com capital menos concentrado utilizassem mais esse tipo de incentivo. Porém, as estimativas da análise de dados em painel não corroboraram os testes de hipóteses, não sendo observadas associações significativas entre as variáveis. Por isso, omitiram-se os resultados desses modelos desta seção (as estimativas encontram-se em anexo). Observaram-se relações significativas e inversas apenas para as variáveis GOV e EMP, que indicam, respectivamente, governo e empresas como acionista controlador. Isto é, as chances de haver programas de participação dos administradores nos lucros são menores em empresas controladas pelo governo e por empresas.

Quanto à variação na remuneração (VAR_REM), os modelos apresentados na tabela 4 sugerem um relacionamento positivo e significativo com o percentual de conselheiros independentes (INDEP) e com o tamanho da empresa (LOGVM), robusto às diversas especificações. As demais variáveis de governança e características específicas das empresas não se mostraram significativas. Desse modo, os dados sugerem que apenas o nível de independência dos Conselhos de Administração influencia a remuneração dos dirigentes. Ou seja, sendo os conselheiros independentes mais numerosos, eles, possivelmente, incentivam a adoção de uma remuneração mais incentivadora, o que fornece suporte à hipótese 3 (b) e contraria as evidências de Funchal e Terra (2006).

A partir dos resultados dos modelos apresentados na tabela 4, não se tem nenhum indício de que as variações na remuneração sejam associadas ao tamanho do Conselho (TAM_CA) e à separação das funções de CEO e de presidente desse órgão (SEPAR) e tampouco à estrutura de propriedade (AC1_TOT e AC_S5_TOT). O modelo (2) sugere uma relação negativa e significativa entre o percentual de capital votante dos cinco maiores acionistas (AC_S5_VT) e a variação na remuneração. Todavia, o modelo (1), que utiliza o capital votante apenas do primeiro acionista (AC1_VT), não confirmou esse relacionamento. Além disso, o poder explicativo dos modelos estimados (refletido pelo R^2 ajustado) mostrou-se muito

baixo, indicando que outros fatores devem explicar as variações na remuneração. Esses resultados corroboram, em grande parte, os de Funchal e Terra (2006).

Observou-se relação inversa e significativa entre a variável GOV, que indica o governo como o maior acionista direto, e a variação na remuneração (VAR_REM). Ou seja, quando o acionista controlador é o governo, as variações ocorridas na remuneração de um ano para o outro são menores. As demais variáveis indicativas do tipo de controle não se mostraram significativas (TAB. 4).

Os modelos da tabela 4 foram estimados pelo procedimento *Pooled OLS*, visto que os efeitos específicos das unidades *cross-section* não se mostraram significativos. Os modelos de regressão em painel supõem que os erros idiossincráticos sejam independentes e identicamente distribuídos. Em uma estrutura de dados em painel observa-se, frequentemente, a violação dessa hipótese. De um lado, a heteroscedasticidade é comum em dados *cross-section*; de outro, a autocorrelação é frequente em séries temporais. Como dados em painel contêm ambas as dimensões, os problemas de heteroscedasticidade e autocorrelação podem coexistir. Nessas circunstâncias, faz-se necessário corrigir os erros. Para isso, neste estudo utilizou-se o estimador *cluster* (*cluster robust estimator*) da variância dos coeficientes em presença de erros correlacionados.

Nas estimativas da tabela 4, os valores “p” do teste de autocorrelação de Arrelano e Bond (1991), implementado no Stata por meio do comando *abar*, não permitem rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Os valores “p” do teste de heteroscedasticidade de Breusch e Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas, tornando necessária uma correção – os erros-padrão dos modelos desta tabela foram corrigidos e são robustos à heteroscedasticidade. Os valores “p” do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese de que as variáveis do Conselho e da estrutura de propriedade e controle sejam exógenas.

Tabela 4 - Determinantes da variação da remuneração dos administradores

VARIÁVEL	(1) VAR_REM	(2) VAR_REM	(3) VAR_REM	(4) VAR_REM	(5) VAR_REM	(6) VAR_REM
AC1_VT	-4,480 (-1,47)					
AC_INST_VT	-5,066 (-0,69)	-4,020 (-0,53)	-3,520 (-0,45)			-1,905 (-0,47)
INST	12,09 (0,02)	81,39 (0,13)	-93,01 (-0,13)			
EMP	-182,5 (-0,76)	-180,2 (-0,89)	-279,4 (-1,25)			
GOV	-809,8 (-1,98)	-834,4 (-2,27)	-931,4 (-2,31)			
NT_CONTR	-563,0 (-1,41)	-875,9 (-1,88)	-516,0 (-1,27)			
INDEP	6,909 (2,14)	7,004 (2,15)	6,948 (2,14)	7,042* (2,18)	6,803* (2,14)	7,112* (2,21)
SEPAR	181,1 (1,24)	198,4 (1,37)	176,7 (1,19)	165,9 (1,15)	174,0 (1,19)	142,0 (1,00)
TAM_CA	38,46 (1,11)	44,38 (1,32)	45,51 (1,32)	30,39 (0,94)	36,24 (1,09)	32,15 (0,96)
LOGVM	187,0** (2,66)	167,7* (2,41)	186,6** (2,62)	161,1* (2,39)	153,8* (2,31)	157,1* (2,30)
LOGVPAP	80,70 (1,07)	82,04 (1,08)	81,76 (1,08)	19,56 (0,27)	15,83 (0,21)	24,90 (0,33)
AC_S5_VT		-11,47* (-1,98)				
[CV_CT]			-2,828 (-0,73)			-3,818 (-1,03)
AC1_TOT				-4,343 (-1,68)		
AC_INST_TOT				-8,285 (-1,51)	-6,490 (-1,15)	
AC_S5_TOT					-4,931 (-1,70)	
Constante	-2044,4* (-2,27)	-1156,3 (-1,18)	-2222,2* (-2,42)	-1902,5* (-2,40)	-1734,7* (-2,29)	-1986,5* (-2,34)
R ² ajustado	0,00756	0,00914	0,00700	0,00891	0,00917	0,00802
F	1,808	1,485	2,006	2,205	2,221	2,890
N	1287	1287	1287	1289	1289	1289
Teste de Heteroscedasticidade - Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Arellano e Bond – abar (<i>p values</i>)	0,4614	0,4620	0,4620	0,4697	0,4703	0,4715
Teste de endogeneidade e (<i>p value</i>)	0,4780	0,2481	0,3708	0,2276	0,1475	0,4258

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas "t". Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$.

As estimativas dos modelos da tabela 5 em que a variável dependente é representada pela remuneração dos administradores em dinheiro (LOGREMU) – logaritmo neperiano do valor anual da remuneração em dinheiro, sugerem uma influência positiva e significativa do tamanho da empresa (LOGVM) e uma associação inversa com a propriedade dos investidores institucionais (AC_INST_TOT). Assim, possivelmente, uma maior influência desse tipo de investidor pode contribuir para que o montante da remuneração dos dirigentes seja menos elevado, corroborando com a hipótese 3 (d) e com as evidências de Hartzell e Starks (2003).

Os modelos da tabela 5 foram estimados mediante o método de efeitos fixos, uma vez que os valores “p” do teste de Sargan-Hansen indicaram a sua preferência. Este teste admite a comparação dos modelos de efeitos fixos e aleatórios após a correção *cluster* da variância dos coeficientes. Os resultados sugerem que nas empresas de maior tamanho, em que a remuneração é, geralmente, mais elevada, conforme revelado pelas estimativas dos modelos apresentados nesta tabela, os investidores institucionais empreenderiam maior pressão quanto à magnitude dos pagamentos aos dirigentes, haja vista a sua maior participação no capital e o conseqüente interesse no retorno do seu investimento. Essas evidências corroboram a hipótese de que as instituições exercem um importante papel de monitoramento e estão em conformidade com os resultados observados em Hartzell e Starks (2003) e Aggarwal et al. (2011).

As estimativas da tabela 5 sugerem que Conselhos mais independentes e menores tendem a remunerar menos os administradores, haja vista os sinais negativos das variáveis que refletem a independência (INDEP) e o tamanho (TAM_CA) do Conselho. No entanto, esses relacionamentos não se mostraram significativos. Os modelos desta tabela mostram que a remuneração (LOGREMU) não se associa com tamanho (TAM_CA) e independência do Conselho (INDEP), separação das funções de CEO e de presidente do Conselho (SEPAR) e concentração de propriedade (AC1_TOT e AC_S5_TOT), o que corrobora com os resultados de Funchal e Terra (2006).

Os testes estatísticos sugeriram a violação da hipótese de erros independentes e igualmente distribuídos. Nas estimativas da tabela 5, os valores “p” do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de

autocorrelação, revelando, assim, a existência de autocorrelação de primeira ordem. Os valores “p” do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas, sugerindo a heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section*. Assim, as estimativas dos modelos apresentados nesta tabela foram obtidas com a correção *cluster* da matriz de covariância dos coeficientes – os erros-padrão dos modelos são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os *clusters*.

Testou-se a endogeneidade das variáveis de concentração do capital e do controle e, também, as relativas ao Conselho, mediante o teste de Baum, Schaffer e Stillman (2007). Dados os valores “p” do teste de endogeneidade, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as variáveis testadas sejam exógenas. Nenhuma delas apresentou esse tipo de problema. As variáveis binárias temporais mostraram-se, conjuntamente, significativas e foram excluídas desta tabela.

Tabela 5 - Determinantes da remuneração em dinheiro dos administradores (continua)

VARIÁVEL	(1) LOGREMU	(2) LOGREMU	(3) LOGREMU	(4) LOGREMU	(5) LOGREMU	(6) LOGREMU
AC1_VT	0,00000836 (0,00)					
AC_INST_VT	-0,00694 (-1,36)	-0,00700 (-1,37)	-0,00692 (-1,39)			
INDEP	-0,000359 (-0,13)	-0,000301 (-0,11)	-0,000267 (-0,10)	-0,000432 (-0,16)	-0,000418 (-0,15)	-0,000334 (-0,12)
SEPAR	0,0419 (0,54)	0,0411 (0,53)	0,0454 (0,57)	0,0619 (0,81)	0,0596 (0,78)	0,0627 (0,82)
TAM_CA	-0,0188 (-0,66)	-0,0196 (-0,70)	-0,0182 (-0,65)	-0,0151 (-0,53)	-0,0170 (-0,60)	-0,0162 (-0,58)
LOGVM	0,148 (2,34)	0,147 (2,28)	0,148 (2,35)	0,140 (2,18)	0,140 (2,14)	0,141 (2,20)
LOGVPAP	0,0611 (1,11)	0,0616 (1,12)	0,0595 (1,09)	0,0580 (1,07)	0,0602 (1,10)	0,0586 (1,07)
AC_S5_VT		-0,00195 (-0,44)				
[CV_CT]			-0,00453 (-1,11)			-0,00425 (-1,06)
AC1_TOT				0,00171 (0,68)		
AC_INST_TOT				-0,0153** (-3,19)	-0,0155** (-3,23)	-0,0154** (-3,23)
AC_S5_TOT					-0,000274 (-0,10)	
Constante	5,292*** (5,48)	5,471*** (4,86)	5,368*** (5,91)	5,339*** (5,48)	5,420*** (5,32)	5,470*** (5,94)

Tabela 5 - Determinantes da remuneração em dinheiro dos administradores (conclusão)

VARIÁVEL	(1) LOGREMU	(2) LOGREMU	(3) LOGREMU	(4) LOGREMU	(5) LOGREMU	(6) LOGREMU
<i>Dummies</i> temporais	sim	sim	sim	sim	sim	Sim
R ² (<i>within</i>)	0,279	0,279	0,281	0,291	0,291	0,292
R ² (<i>between</i>)	0,114	0,118	0,105	0,0775	0,0890	0,0825
F	8,761	8,724	8,477	9,159	9,101	9,200
N	1478	1478	1478	1478	1478	1478
Teste Sargan- Hansen (<i>p value</i>)	0,0003	0,0003	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Autocorrelação de Wooldridge (2002) - <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de endogeneidade (<i>p</i>)	0,3395	0,3988	0,2424	0,1459	0,1245	0,1623

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, $p < 0,01$, **** $p < 0,001$. No modelo de efeitos fixos, o coeficiente de determinação relevante é o R² (*within*) que indica a variância dos indivíduos ao longo do tempo. R² (*between*) é o coeficiente de determinação entre os indivíduos.

As estimativas apresentadas nas tabelas 4 e 5 mostram que se encontrou, em parte, suporte para a hipótese 3 (e), haja vista a relação negativa e significativa entre o percentual de capital votante dos cinco maiores acionistas (AC_S5_VT) e a variação da remuneração em dinheiro. O relacionamento positivo e significativo entre independência do Conselho (INDEP) e variação na remuneração corrobora a hipótese 3 (b). Encontrou-se, ainda, suporte para a hipótese 3 (d), haja vista a associação inversa da remuneração em dinheiro (LOGREMU) com a propriedade dos investidores institucionais (AC_INST_TOT).

5 CONCLUSÃO

A teoria da agência pressupõe que os interesses dos indivíduos sejam conflituosos nas empresas em que os proprietários não são os responsáveis pela tomada da decisão, gerando os problemas de agência. Para reduzir os custos associados a conflitos dessa natureza, são colocados em prática mecanismos de governança corporativa que têm como propósito conduzir a firma a uma maior eficiência, na medida em que tais problemas são, pelo menos em parte, contornados. Ou seja, os proprietários desenvolvem instrumentos de controle e de

incentivo aos dirigentes, de modo que as decisões tomadas sejam ótimas do seu ponto de vista.

A compensação em dinheiro constitui um dos instrumentos do sistema de governança na medida em que é capaz de motivar os executivos a enfatizar a geração de valor para a companhia. Na discussão e análise desse tema, nacional e internacionalmente, uma questão que tem sido colocada é se a composição do Conselho de Administração e a estrutura de propriedade e controle, que, em geral, são abordados como os principais mecanismos internos de governança das empresas, influenciam a política de remuneração dos administradores.

O argumento central deste artigo foi que a remuneração dos dirigentes depende desses dois outros instrumentos do sistema de governança das empresas. Assim, buscou-se identificar os seus determinantes, o que consistiu em examinar o seu relacionamento com as variáveis de composição e estrutura do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle. A análise consistiu, inicialmente, em verificar se há diferenças dos indicadores de remuneração dos administradores entre os grupos formados de acordo com as características do Conselho. Igualmente, analisaram-se as características de propriedade das empresas que concedem incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros e de planos de opções de compra. Por fim, buscou-se encontrar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores.

Os testes de médias sugeriram que a variação na remuneração é significativamente maior nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos. Há, assim, indícios de influência da composição dos Conselhos sobre a compensação dos dirigentes.

Constatou-se que a maioria das empresas analisadas lança mão de planos de participação dos administradores nos lucros. Os resultados dos testes de média indicam que os percentuais de membros independentes no Conselho são significativamente maiores nas empresas que mantêm ativo esse tipo de incentivo. Nesses casos, a propriedade e o controle se mostraram menos concentrados e a participação de investidores institucionais no capital e no controle revelou-se mais elevada.

Os dados mostraram, entretanto, que a remuneração por meio de planos de participação dos administradores nos lucros não está significativamente associada às características do Conselho de Administração, cujas funções incluem a compensação e a motivação de dirigentes. Além disso, esse tipo de incentivo não se relaciona estatisticamente à concentração da propriedade e ao peso de instituições no capital das empresas.

A variável remuneração em dinheiro revelou-se associada às características específicas das empresas, sobretudo ao seu tamanho e, também, à maior participação de investidores institucionais no capital. Verificou-se, na verdade, que nas grandes empresas, em que a remuneração é, em geral, mais elevada, a participação de investidores institucionais contribui para a redução no nível de pagamento dos dirigentes, o que sugere um maior monitoramento desse tipo de investidor. Ou seja, é possível que eles exerçam maior pressão sobre as empresas, de modo a evitar excessos de remuneração.

Enfim, observaram-se associações entre alguns dos aspectos dos incentivos aos administradores e as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle das empresas estudadas, sobretudo na análise univariada dos dados. Conclui-se, portanto, que há indícios de que esses mecanismos de governança afetam a política de remuneração dos dirigentes.

Em pesquisas futuras poder-se-á comparar os efeitos da composição do Conselho e da estrutura de propriedade e controle sobre a remuneração dos administradores em uma estrutura temporal que inclua dados históricos das informações de remuneração contidas no formulário de referência, documento disponível a partir do ano de 2010.

Nota:

Artigo apresentado no VI Congresso do Anpcont - Florianópolis 2012

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 154-181, 2011.

ALDRIGHI, D. M; MAZZER, R. N. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

BARONTINI, R.; BOZZI, S. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management & Governance**, v. 15, n. 1, p. 59-89, 2011.

BASU, S. et al. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, n. 1, p. 56-79, 2007.

BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **Stata Journal**, v. 1, n.1, p.101-104, 2001.

BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. **Stata Journal**, v. 7, n.4, p. 465-506, 2007.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.

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. **Anais... XXVII ENEGEP**, Foz do Iguaçu, 2007.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. CEO compensation and board structure. **Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 231-261, 2009.

CLAESSENS *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CONYON, M.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v.17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n.3, p. 371-406, 1999.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. **Strategic Management Journal**, v. 10, n.2, p.121-134, 1989.

FRYDMAN, C.; SAKS, R. E. Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936-2005. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 2099-2138, 2010.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. **Anais...XXX EnANPAD**, Salvador, 2006.

GABAIX, X.; LANDIER, A. Why Has CEO Pay Increased so Much? **Quarterly Journal of Economics**. v. 123, p. 49-100, 2008.

GUTHRIE, K.; SOKOLOWSKY, J.; WAN, K. CEO Compensation and Board Structure Revisited. **Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1149–1168, 2012.

HARTZELL, J. C; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. **Journal of Finance**, v. 58, n. 6, p. 2351–2374, 2003.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, Michael C. **Foundations of organizational strategy**. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

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

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JENTER, D.; LEWELLEN, K. Performance induced CEO turnover. **Working Paper, Stanford University**, 2010.

KAPLAN, S.; MINTON, B. How has CEO turnover changed? **International Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 57–87, 2012.

KAPLAN, S; RAUH, J. Wall street and main street: what contributes to the rise in the highest incomes? **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p.1004-1050, 2010.

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LIPTON, M., LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

MAGNAN, M.; ST-ONGE, S. The impact of profit sharing on the performance of financial services firms. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 4, pp. 761-791, 2005.

MURPHY, K. J. Executive Compensation: Where we are, and how we got there. **Marshall School of Business Working Paper**, n. *FBE 07.12*, August, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2041679>>.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

SAPP, S.G. The impact of corporate governance on executive compensation. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 710-746, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.

SOUZA, F. C.; BORBA, J. A. Governança corporativa e remuneração de executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 2, p. 35-48, 2007.

TREMBLAY, M., CHENEVERT, D. Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs: une étude internationale. **Congrès de l'Association de Gestion des Ressources Humaines**, Montréal, Canada, 2004.

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Registro Contábil**, v. 4, n.1, p. 1-17, 2013.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho**: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN, João Pessoa, 2013.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. 1 ed. Cambridge, 2002.

WONG, S. C. Y. Uses and limits of conventional corporate governance instruments: analysis and guidance for reform (integrated version). **Working paper, Private**



Artigo recebido em 02/05/2013 e aceito para publicação em 15/04/2014

APÊNDICES

Tabela 6 - Determinantes da participação dos administradores nos lucros

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	PART_LUCR O	PART_LUCR O	PART_LUCR O	PART_LUCR O	PART_LUCR O
AC1_VT	0,00800 (0,41)				
AC_INST_VT	-0,0219 (-0,54)	-0,0207 (-0,52)	-0,0278 (-0,66)		
INST	0,260 (0,21)	0,949 (0,75)	-0,597 (-0,34)	-0,958 (-0,62)	-0,470 (-0,31)
EMP	-16,09*** (-15,46)	-16,23*** (-14,80)	-16,32*** (-12,76)	-15,91*** (-13,04)	-16,54*** (-14,52)
GOV	-16,09*** (-3,83)	-16,42*** (-4,46)	-16,39*** (-3,82)	-17,32*** (-6,99)	-17,72*** (-6,53)
INDEP	0,0122 (0,82)	0,0125 (0,82)	0,0114 (0,77)	0,0115 (0,76)	0,0111 (0,74)
SEPAR	0,561 (0,91)	0,566 (0,92)	0,563 (0,85)	0,455 (0,73)	0,475 (0,75)
TAM_CA	-0,00310 (-0,02)	-0,0131 (-0,08)	-0,0459 (-0,24)	-0,0363 (-0,21)	-0,0332 (-0,19)
LOGVM	0,408 (0,97)	0,402 (0,92)	0,458 (1,20)	0,381 (0,86)	0,390 (0,91)
LOGVPAP	0,236 (0,57)	0,226 (0,53)	0,238 (0,62)	0,130 (0,30)	0,140 (0,33)
AC_S5_VT		0,0193 (0,67)			
CV_CT			0,0536 [*] (2,23)		
AC1_TOT				-0,0153 (-0,98)	
AC_INST_TOT				0,0180 (0,46)	0,0220 (0,54)
AC_S5_TOT					-0,0158 (-1,08)
R ²	0,0483	0,0492	0,0751	0,0520	0,0514
chi ²	766,2	798,2	627,1	681,2	799,7
p	3,74e-158	4,96e-165	2,77e-128	6,69e-140	2,44e-165
N	493	493	493	493	493

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas "t". Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, $p < 0,01$, *** $p < 0,001$.

Tabela 7 - Determinantes dos planos de opção de compra para administradores

	(1) PLANO_OPÇÕES	(2) PLANO_OPÇÕES	(3) PLANO_OPÇÕES
F_FLOAT_VT	-0,0381 (-0,49)	-0,0305 (-0,56)	
AC_INST_VT	-0,150 (-0,55)	-0,257 (-0,88)	
NT_CONTR	17,36*** (7,20)		
INDEP	-0,0340 (-1,48)	-0,0260 (-1,11)	-0,00756 (-0,26)
SEPAR	-1,172 (-0,91)	-1,677 (-1,32)	-1,814 (-1,53)
TAM_CA	0,560 (1,75)	0,546 (1,70)	0,424 (1,24)
LOGVM	1,285 (1,69)	1,535 (1,83)	1,531** (2,87)
LOGVPAP	0,383 (0,35)	0,641 (0,56)	0,0919 (0,13)
an2	-16,68*** (-11,34)	-16,72*** (-11,22)	-17,51*** (-14,44)
an3	-1,589 (-0,89)	-1,648 (-0,92)	-1,721 (-0,99)
an4	-0,270 (-0,25)	-0,423 (-0,40)	-0,560 (-0,52)
an5	-0,944 (-0,52)	-0,924 (-0,51)	-1,163 (-0,62)
an6	-17,20*** (-10,02)	-17,29*** (-9,90)	-18,13*** (-16,44)
an7	-0,689 (-0,47)	-0,797 (-0,54)	-0,387 (-0,35)
an8	-17,66*** (-12,83)	-17,68*** (-13,44)	-18,85*** (-18,76)
an9	-0,279 (-0,17)	-0,0225 (-0,01)	0,245 (0,21)
an10	-1,320 (-0,80)	-1,118 (-0,64)	-0,905 (-0,70)
EST		-1,693 (-1,31)	
F_FLOAT_TOT			0,0253 (0,85)
AC_INST_TOT			0,127 (1,58)
R ²	0,401	0,415	0,401
chi ²	4962,8	6089,1	5447,6
p	0	0	0
N	141	151	151

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas "t". Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, $p < 0,01$, *** $p < 0,001$.

ⁱ Para que os testes de comparação de médias sejam confiáveis, deve-se observar a hipótese de variâncias homogêneas entre os grupos. Nos casos de violação dessa hipótese, é possível realizar o teste "t" e a "análise de variância" supondo a desigualdade das variâncias. Outra possibilidade seria realizar um teste não-paramétrico. Neste estudo, em todos os casos em que houve a violação da hipótese de variâncias homogêneas, empregou-se o teste paramétrico Tamhane e efetuaram-se, também, testes não-paramétricos. Sendo os resultados dos testes não paramétricos melhores ou equivalentes aos dos paramétricos, optou-se pela apresentação dos paramétricos, visto que eles permitem as comparações múltiplas entre os grupos.