



**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
DESEMPENHO: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

**JOÃO PESSOA - PB
2013**

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
DESEMPENHO: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UnB/UFPB/UFRN), em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Aguiar do Monte.

**JOÃO PESSOA - PB
2013**

V468r Ventura, Ana Flávia Albuquerque.
Remuneração executiva, governança corporativa e
desempenho: uma análise nas empresas listadas na
BM&FBOVESPA / Ana Flávia Albuquerque Ventura.-- João Pessoa,
2013.
72f. .
Orientador: Paulo Aguiar do Monte
Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN
1. Contabilidade. 2. Ciências Contábeis. 3. Remuneração
executiva. 4. Governança Corporativa - desempenho.

UFPB/BC

CDU: 657(043)

ANA FLÁVIA ALBUQUERQUE VENTURA

**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
DESEMPENHO: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UnB/UFPB/UFRN), em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo Aguiar do Monte
Orientador
(UnB/UFPB/UFRN)

Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado
Membro Examinador Interno
(Unb/UFPB/UFRN)

Prof. Dr. Sinézio Fernandes Maia
Membro Examinador Externo
(UFPB)

**JOÃO PESSOA - PB
2013**

À Deus por me dar força e coragem para
enfrentar os desafios.

Ao meu amado esposo, Raul Ventura,
por estar sempre ao meu lado me
incentivando e apoiando.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, por todas as graças que Ele derrama na minha vida, por colocar pessoas iluminadas à minha volta que me auxiliaram tanto neste mestrado e, principalmente, pela coragem e discernimento para concluir este desafio.

Ao meu orientador e amigo, Professor Paulo Aguiar a quem devo este trabalho. Obrigada por ter aceitado me orientar, pelas nossas valorosas conversas, pela simplicidade com que me ensinava tudo e, principalmente por compartilhar seus conhecimentos para a elaboração deste trabalho. Sua dedicação pela pesquisa acadêmica me influenciou.

Aos Professores César Tibúrcio e Aldo Callado pelas valiosas contribuições no projeto inicial desta dissertação.

Agradeço imensamente ao Prof. Sinézio Fernandes por suas contribuições e ensinamentos realizados na banca.

A todos os Professores do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UEPB/UFRN por todo o conhecimento compartilhado e pela oportunidade de ter sido aluna de professores tão competentes: Jorge Katsumi, Paulo Amilton, Edilson Paulo, Dionísio Gomes, Aneide Araujo, Paulo Roberto, Márcio Machado, Aldo Callado e Márcia Reis. Agradeço em especial aos Professores Márcio Machado e Aldo Callado, pois o aprendizado na disciplina que ministraram foi fundamental na execução deste trabalho.

A Coordenação do Programa, nas pessoas de Aldo Callado e Márcia Reis por toda a estrutura e compreensão recebida. Agradeço também as queridas secretárias da coordenação do programa: Iva, Wilma e Ridan, por sempre nos auxiliar com bastante eficiência.

A Universidade Federal de Campina Grande – UFCG pelo apoio, incentivo e valorização profissional dos seus docentes. Estou muito empolgada para aplicar tudo que aprendi.

Sou muito grata também ao amigo e Professor Allan Sarmiento Vieira, pelo incentivo à pesquisa, por entender minha ausência em alguns projetos, pelas palavras de encorajamento nos momentos difíceis e, principalmente pela amizade.

A Mateus Alexandre e Adriana Vasconcelos pela amizade e discussões que tivemos sobre o tema deste trabalho.

Aos meus amigos e colegas de turma do mestrado: Augusto César, Helem Mara, Maria Aparecida, Luiz Felipe, Rafaele, Renato Henrique, Saulo e Vinícius. Foi muito bom sofrer com vocês, pois mesmo nas horas difíceis, alguém deixava tudo fácil, distribuindo alegrias. Agradeço em especial a Felipe e Vinícius a quem os chamo “irmãos de mestrado”.

Agradeço aos meus pais pelo amor incondicional, por entender minha ausência, por me fazer acreditar que eu era capaz de fazer o que eu quisesse e por sempre ter me apoiado

mesmo quando minhas escolhas iam de encontro ao que eles planejaram para o meu futuro profissional. Amo muito vocês!

Agradeço também ao meu avô Luiz (*In Memoriam*), a minha avó Irene ao meu tio Lula por todo o amor que vocês me deram durante toda a minha vida. A convivência com vocês durante minha infância e juventude moldou meu caráter. No meu coração tem um lugar guardadinho para vocês!

Aos meus irmãos Luiz Flávio e Luciana e aos meus queridos sobrinhos Lucas, Maria Júlia, Adeilton Neto e Aduino Neto, por entenderem minha ausência, quando perto me encherem de alegrias e quando distantes enviar energias positivas.

Por fim, agradeço imensamente ao meu marido Raul Ventura por todo o amor e paciência que teve comigo neste processo. Às vezes penso que você também fazia parte da minha turma do mestrado, pois sempre compartilhou as alegrias e angústias comigo. Não há palavras para exprimir meu sentimento de gratidão por todos os momentos que você esteve ao meu lado sempre me mantendo firme, mesmo quando eu queria desabar. Eu amo muito você!

O meu muito obrigado e que Deus abençoe a todos.

“Alguns homens veem as coisas como são, e dizem: Por quê? Eu sonho com as coisas que nunca foram e digo: Porque não?”

(George Bernard Shaw)

RESUMO

A discussão sobre remuneração executiva cresceu após os acontecimentos que envolveram falência de empresas e pagamento de bônus aos presidentes das companhias. O objetivo desta dissertação foi evidenciar o efeito das características das empresas e de indicadores de desempenho em relação à remuneração executiva. Para isso, foram utilizadas informações sobre remuneração executiva, obtidas através do Relatório de Referência de cada empresa e indicadores econômico-financeiros oriundos da Consultoria Econômica para o período de 2009 a 2011. Ao todo, foram selecionadas 112 empresas para cada ano a ser estudado, totalizando 336 observações. A metodologia estatística adotada teve como base a utilização da técnica de dados em painel balanceado, que combina dados seccionais e temporais. A utilização dos dados em painel permite a análise das mesmas empresas em vários períodos distintos, o que possibilita uma análise dinâmica do relacionamento entre as variáveis. Utilizando como variável dependente a remuneração total média (em logaritmo), o resultado demonstrou que a variável explicativa “ativo”, a qual tem a função de medir o tamanho da empresa, mostrou-se relacionada com a remuneração executiva, corroborando com a literatura internacional. No que tange às medidas de desempenho o Valor por Ação e o retorno do patrimônio líquido foram determinantes na remuneração executiva. Quanto à análise da remuneração em relação aos níveis diferenciados de Governança Corporativa não houve uma grande divergência de resultados, concluindo que o pagamento da remuneração executiva independe do nível de Governança Corporativa a que a empresa está inserida. Embora o tema seja bastante atual, ainda há poucas pesquisas acadêmicas sobre remuneração executiva no Brasil. Acredita-se que esta escassez esteja relacionada a não obrigatoriedade legal da identificação dos valores pagos a cada executivo como ocorrem em alguns países. Dessa forma, esta dissertação delimitou-se a analisar a remuneração média paga à Diretoria Estatutária, da qual o presidente da companhia (CEO) faz parte. Esta limitação só poderá ser superada em futuras pesquisas, quando as empresas divulgarem o valor da remuneração específica de cada um dos membros do seu corpo diretivo.

Palavras-chave: Remuneração executiva. Governança Corporativa. Desempenho.

ABSTRACT

The discussion about executive compensation grew after the events surrounding corporate bankruptcy and bonus payment to presidents of companies. The objective of this dissertation was to demonstrate the effect of firm characteristics and performance indicators in relation to executive compensation. For this, we used information about executive compensation, obtained by Reference Report of each company and financial indicators derived from the Consulting Económica for the period 2009 to 2011. Altogether, 112 companies were selected for each year being studied, totaling 336 observations. The statistical methodology adopted was based on the use of the technique of unbalanced panel data that combines sectional and temporal data. The use of panel data allows the analysis of the same companies in several distinct periods, which enables a dynamic analysis of the relationship between variables. Using as dependent variable the average total compensation (in logarithm), the result showed that the explanatory variable "assets", which has the function of measuring the size of the company, was related to executive compensation, supporting the international literature. Regarding the performance measures the value per share and return on equity were crucial in executive compensation. Regarding the analysis of remuneration in relation to different levels of Corporate Governance there was a wide divergence of results, concluding that the payment of executive compensation is independent of the level of Corporate Governance that the company operates. Although the topic is very current, yet there is little academic research on executive compensation in Brazil. It is believed that this shortage is no legal obligation related to the identification of the amounts paid to each executive as occur in some countries. Thus, this study was delimited to analyze the average compensation paid to executive officers, which the company president (CEO) part. This limitation can only be overcome in future research, when companies disclose the value of the remuneration of each member of its governing body.

Keywords: Executive compensation. Corporate governance. Performance.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<i>ADR</i>	<i>American Depositary Receipts</i>
<i>BM&FBOVESPA</i>	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
<i>BNDES</i>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<i>CEO</i>	<i>Chief Executive Officer</i>
<i>CPC</i>	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
<i>CVM</i>	Comissão de Valores Mobiliários
<i>DE</i>	Diretoria Estatutária
<i>DF</i>	Demonstrações Financeiras
<i>DFP</i>	Demonstrações Financeiras Padronizadas
<i>EA</i>	Efeito Aleatório
<i>EF</i>	Efeito Fixo
<i>EPF</i>	Empresa de Pequeno Porte
<i>GC</i>	Governança Corporativa
<i>IBGC</i>	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
<i>IAN</i>	Informações Anuais
<i>INSS</i>	Instituto Nacional de Seguridade Social
<i>ITR</i>	Informações Trimestrais
<i>LPA</i>	Lucro por Ação
<i>ME</i>	Microempresa
<i>N1</i>	Nível 1 de Governança Corporativa
<i>N2</i>	Nível 2 de Governança Corporativa
<i>NM</i>	Novo Mercado
<i>OLS</i>	<i>Ordinary Least Squares</i>
<i>PL</i>	Patrimônio Líquido
<i>ROA</i>	<i>Return on Assets</i> (Retorno do Ativo)
<i>ROE</i>	<i>Return on Equity</i> (Retorno do Patrimônio Líquido)
<i>POLS</i>	<i>Pooled Ordinary Least Square</i>
<i>VPA</i>	Valor por Ação

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - CLASSIFICAÇÃO DAS FORMAS DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.....	20
FIGURA 2 - PRINCIPAIS MOTIVOS DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	26

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 -	ESTRUTURA DA FORMA DE REMUNERAÇÃO DAS	
	EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA. 2012.....	21
GRÁFICO 2 -	PERFIL DA REMUNERAÇÃO DA DIRETORIA	
	EXECUTIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NA	
	BM&FBOVESPA. 2012.....	24

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - EXIGÊNCIAS DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
QUADRO 2 - PRINCIPAIS VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	32
QUADRO 3 - TRABALHOS INTERNACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	35
QUADRO 4 - DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA DISSERTAÇÃO.....	48

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 -	ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA. 2009-2011.....	52
TABELA 2	ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA POR NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. 2009-2011.....	53
TABELA 3 -	MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ANÁLISE.....	55
TABELA 4 -	RESULTADO DOS TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS DE DADOS EM PAINEL. 2009-2011.....	56
TABELA 5 -	RESULTADO DOS TESTES DOS PRESSUPOSTOS BÁSICOS PARA ESTIMAÇÃO DOS MODELOS DE EFEITOS FIXOS.....	57
TABELA 6 -	RESULTADO DA ESTIMAÇÃO DOS DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DA DE (DIRETORIA ESTATUTÁRIA) ATRAVÉS DO PAINEL DE EFEITOS FIXOS. 2009-2011.....	59
TABELA 7 -	RESULTADO DA ESTIMAÇÃO DA RELAÇÃO ENTRE REMUNERAÇÃO DA DE (DIRETORIA ESTATUTÁRIA) E OS NÍVEIS DE GC ATRAVÉS DO PAINEL DE EFEITOS FIXOS. 2009-2011.....	62

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	15
2.	REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO: APORTES TEÓRICOS	19
2.1.	DIRETORIA EXECUTIVA E REMUNERAÇÃO.....	19
2.2.	REMUNERAÇÃO E DESEMPENHO	22
2.3.	GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO.....	23
2.4.	FATOS ESTILIZADOS	31
3.	METODOLOGIA.....	38
3.1.	MODELO ECONOMÉTRICO	38
3.1.1.	Especificação dos Modelos	43
3.2.	BASE DE DADOS	46
3.2.1.	Definição das Variáveis	48
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	51
4.1.	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	51
5.	ANÁLISE ECONOMÉTRICA.....	56
5.1.	TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS.....	56
5.2.	RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES	57
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
	REFERÊNCIAS	66

1. INTRODUÇÃO

Estudos sobre remuneração têm evoluído nos últimos anos, possivelmente devido aos escândalos financeiros e a crise financeira internacional. Segundo Camargos, Helal e Boas (2007), a remuneração dos agentes recebeu destaque de estudos acadêmicos recentemente ao envolver questões polêmicas ligadas à teoria da agência e questões de Governança Corporativa. Entende-se por remuneração, o conjunto de retribuições recebidas habitualmente pelo empregado em virtude da prestação de serviços, conforme contrato de trabalho, sendo composta pelo salário direto, salário indireto e a remuneração variável.

Uma política de remuneração bem estruturada pode ser um importante instrumento para a competitividade e sustentabilidade empresarial, onde a remuneração executiva compreende a recompensa econômica medida pelo salário base, bônus e opções de ações (ALI SHAH *et al.*, 2009; IBGC, 2011).

Remuneração executiva ainda é um tema pouco abordado no Brasil se comparado com outros países, como Estados Unidos, onde há várias pesquisas sobre este tema. Segundo Murphy (1999), somente nos Estados Unidos houve um crescimento na pesquisa acadêmica sobre remuneração dos executivos, saltando de 2 artigos por ano em 1985 para 60 em 1995 (ROBERTS, 1956; BAUMOL, 1959; LEWELLEN e HUNSTMAN, 1970).

A Instrução Normativa nº 480 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM entrou em vigor no Brasil a partir de 1º de janeiro de 2010, onde obrigou as empresas que possuem ações na bolsa de valores a informar a remuneração dos conselhos administrativo e estatutário. Até então, a maioria das pesquisas brasileiras era realizada através de estudos descritivos por não existirem informações disponíveis sobre remuneração. Devidé Júnior (2010), através dos dados divulgados pela Revista Exame, sobre remuneração executiva verificou a elasticidade da remuneração executiva em relação ao desempenho das empresas através de uma modelagem econométrica baseada no *three-way fixed effects model of compensation*, descrito por GRAHAM, LI e QIU (2011), normalmente utilizada em pesquisas internacionais. De forma similar, Jenter e Kanaan (2007) examinaram se os *Chief Executive Officer* (CEO) são demitidos após o mau desempenho da empresa causados por fatores que vão além do seu controle.

A discussão sobre remuneração executiva cresceu consideravelmente, principalmente, após os escândalos ocorridos durante as crises de 2002 (mercado financeiro) e 2008 (mercado imobiliário), pois enquanto as empresas decretavam falência, os gestores recebiam vultosas quantias. Corroborando com esta realidade, alguns estudos (FUNCHAL e TERRA, 2006; JENTER e KANAAN, 2007) indicam que o desempenho da empresa é insignificante para explicar a remuneração executiva.

No que tange à Governança Corporativa, a literatura teórica sobre os problemas de agência desenvolve contratos ótimos que associam salário de um agente às variações em seu desempenho, como forma de alinhar o interesse do agente com o do principal (JENSEN e MECKLING, 1976; ZHOU, 2000). Além de conceder ações para os executivos com base no desempenho medido em lucros por ação, outro fato utilizado como forma de convergir os interesses dos acionistas com os dos executivos é a remuneração associada ao desempenho da empresa (BAKER, 1991; ROSS *et al.*, 2001).

Para Silva e Beuren (2010), a atual busca por regras mais eficazes com relação à transparência da remuneração variável dos executivos contribuem para a evolução das pesquisas sobre remuneração variável e sua evidenciação em empresas brasileiras. Este assunto é relevante dada a atenção por numerosas partes interessadas tais como, órgãos reguladores, sindicatos e acionistas (CHALMERS *et al.*, 2006).

O cenário brasileiro vem mudando, tendo em vista que a administração das empresas está passando a ser exercida por profissionais externos a ela, ou seja, não mais por pessoas ligadas a fundação da mesma. Neste sentido, a separação da gestão, em que as decisões são realizadas pelo executivo contratado e não pelo acionista pode ocasionar conflitos de interesses, denominados como problemas de agência. Assim, existirão os custos de agência, como ferramenta para minimizar esses conflitos (JENSEN e MECKLING, 1976).

A remuneração dos membros dos conselhos e dos principais executivos corporativos deve estar alinhada aos interesses dos acionistas e associada a resultados. Nesse sentido, muitas pesquisas realizadas encontraram que empresas que apresentam uma boa Governança Corporativa remuneram seus administradores através do desempenho alcançado pelas empresas (CONYON e LEECH, 1994; CONYON e SCHWALBACH, 2000; BLACK, 2001; KLAPER e LOVE, 2002; BOHREN e ODEGAARD, 2003; ALI SHAH *et al.*, 2009; BOOTSMA, 2010).

Estes resultados indicam que se a empresa apresentar um ótimo desempenho, seu reflexo se dará nas ações na Bolsa de Valores, logo o valor da empresa irá aumentar.

Alguns estudos confirmam que o valor recebido pelos administradores está diretamente ligado ao desempenho da empresa, ao passo que, dependendo da trajetória do desempenho, crescente ou decrescente, irá repercutir no comportamento das bolsas de valores, dado que fatos relacionados às grandes companhias repercutem diretamente nas cotações das ações (ALGOOD e FARREL, 2000; CAMARGOS, HELA e BOAS, 2007; MALMENDIER e TATE, 2008; DALMACIO, REZENDE e SLOMSKI, 2009; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010; FRYDMAN e JENTER, 2010; SHAW e ZHANG, 2010; LARRATE, OLIVEIRA e CARDOSO, 2011).

Na busca por boas práticas de Governança Corporativa, as empresas começaram a aderir aos segmentos de listagem destinados à negociação de ações de empresas comprometendo-se, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa e com o nível de transparência adicional em relação ao que é exigido pela legislação. Os denominados Níveis de Governança Corporativa foram instituídos no final do ano de 2000 pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBOVESPA, com a finalidade de dar mais proteção ao investidor através de controles eficientes, confiáveis e transparentes, proporcionando, assim, um diferencial competitivo no mercado para as empresas.

Dentro deste contexto, esta dissertação pretende analisar os determinantes da remuneração da diretoria executiva¹ das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, com o intuito de responder as seguintes questões: (1) A remuneração executiva está relacionada ao desempenho da empresa? (2) Quais os indicadores econômico-financeiros determinantes na remuneração? (3) Os determinantes da remuneração executiva diferem em relação aos níveis de Governança Corporativa?

Nesse sentido, esta dissertação utilizará as informações do período de 2009 a 2011. Os dados referentes à remuneração executiva foram obtidos no Relatório de Referência de cada empresa, enquanto os indicadores econômico-financeiros foram obtidos na Consultoria Econômica.

Com base nestes questionamentos procura-se analisar a relação entre os indicadores econômico-financeiros das empresas e a remuneração executiva das companhias através da utilização de técnicas estatísticas e econométricas. Portanto, busca-se evidenciar o efeito das características das empresas e dos indicadores de

¹ Também conhecida como Diretoria Estatutária, na qual o presidente faz parte.

desempenho em relação à remuneração da diretoria executiva, comparando, também, com o nível de Governança Corporativa e, quando possível, com resultados obtidos em estudos realizados em outros países.

Este estudo é motivado pelo desejo de documentar a evidência empírica sobre a remuneração executiva. Considera-se um tema oportuno e atual, dado que a Instrução Normativa nº 480 da CVM obrigou, desde 2010, as empresas de capital aberto a divulgarem as remunerações máxima, média e mínima de suas diretorias estatutárias e conselhos de administração. Sendo assim, a principal contribuição deste trabalho para a literatura existente é analisar, no período recente, a relação entre a remuneração dos gestores com o desempenho da empresa e os níveis de Governança Corporativa.

Esta dissertação será dividida em mais cinco capítulos, além desta introdução. No segundo capítulo é apresentada uma revisão bibliográfica sobre remuneração executiva, Governança Corporativa e desempenho. O terceiro capítulo irá tratar do método estatístico, bem como a especificação dos modelos e a origem e descrição dos dados utilizados na pesquisa. Os capítulos quatro e cinco referem-se à análise dos resultados, sendo o capítulo quatro destinado à análise descritiva e o capítulo cinco à análise econométrica. Por fim, no sexto capítulo serão apresentadas as considerações finais.

2. REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO: APORTES TEÓRICOS

2.1. DIRETORIA EXECUTIVA E REMUNERAÇÃO

A Diretoria Executiva é composta pelo diretor presidente juntamente com o diretor comercial, diretor de relações com investidores, diretor jurídico e diretor financeiro, sendo eleita pelo Conselho de Administração e a ele se reportando, compondo, assim, a estrutura organizacional de uma companhia. Os acionistas, na Assembleia Geral, elegem os membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, sendo este último detentor da função de fiscalizar os atos dos administradores e analisar as demonstrações contábeis, relatando suas observações aos acionistas.

Segundo Rosseti e Andrade (2011), os Conselhos de Administração delegam poder à Diretoria Executiva para tomar as decisões de gestão. Mas, cabe ao diretor presidente a responsabilidade pela administração. Dessa forma, o executivo, com a autoridade recebida para tomar decisões dentro da empresa, terá a responsabilidade de alocar recursos financeiros e estabelecer estratégias e objetivos eficazes para alcançar os melhores resultados para a empresa e, em troca, recebe uma remuneração como forma de manter e motivar as atividades exercidas (MILKOVICH, 2000).

A remuneração executiva é o incentivo que premia ou pune os executivos em razão do desempenho apresentado pela empresa, a qual pode ser dividida em “direta e indireta”. Isto é, a remuneração direta abrange as remunerações fixas e variáveis e a remuneração indireta, os benefícios, como por exemplo, os bônus (CONYON *et al.*, 2000; KRAUTER e SOUSA, 2009).

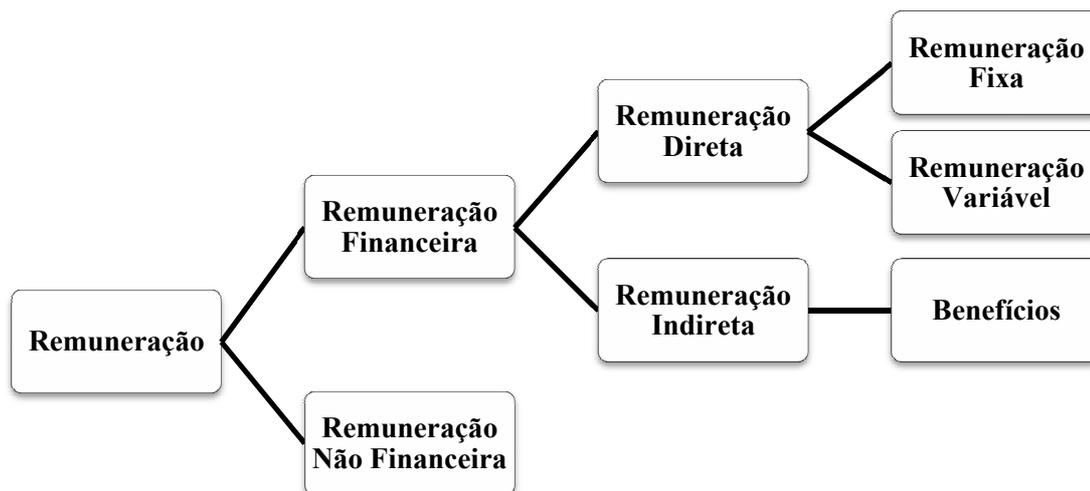
A remuneração direta é formada pelo salário fixo e o salário variável. O salário fixo é determinado de acordo com a função desempenhada pelo executivo, bem como pelo setor de atuação e porte da empresa. Já os planos de bônus anuais e as opções de ações, por se tratar de rendimentos variáveis, irão depender do desempenho individual do presidente e da empresa (DEVIDÉ JÚNIOR, 2010).

De acordo com Frydman e Jenter (2010), os componentes que integram o pacote de remuneração executiva, apesar da heterogeneidade considerável em práticas de pagamento entre empresas, contêm cinco componentes básicos: salário, bônus anual, pagamentos de longo prazo planos de incentivos, subvenções de opções restritas e

bolsas de ações restritas. Além disso, muitas vezes recebem contribuições para planos de benefícios definidos de pensão, gratificações diversas e, em caso de sua saída, pagamentos de indenizações.

Abaixo é apresentada a figura retirada do trabalho de Krauter e Sousa (2009) que explica a classificação da remuneração percebida pelos executivos.

Figura 1. Classificação das formas de remuneração executiva



Fonte: Adaptado de Krauter e Sousa (2009).

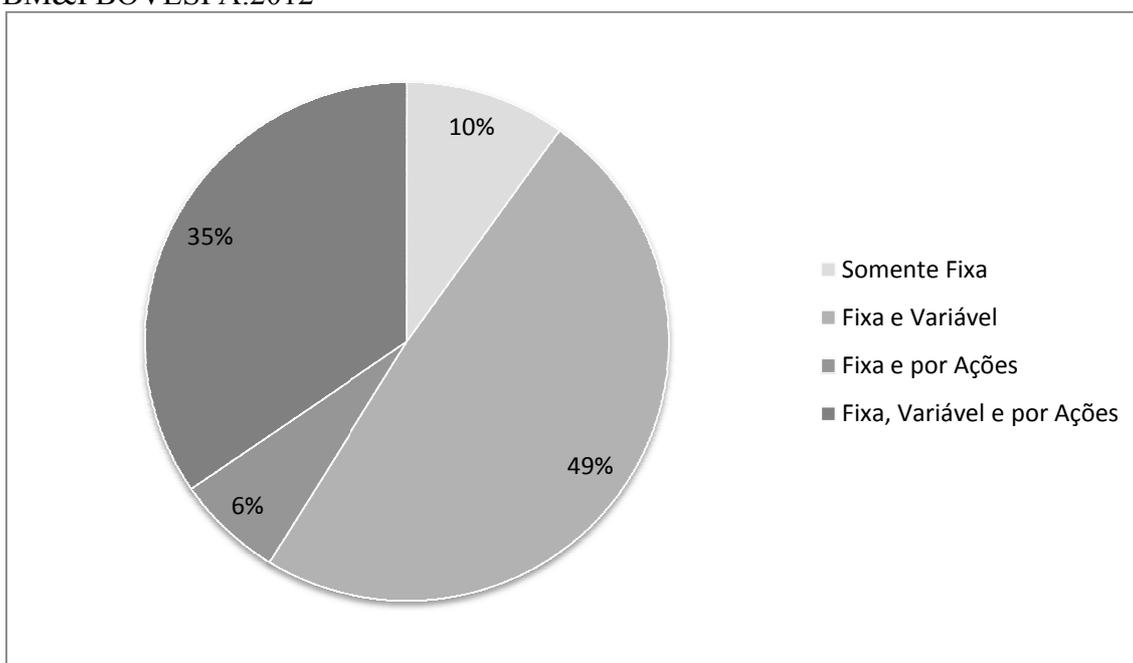
Entende-se por remuneração fixa, os valores pagos a título de salário-base, ou seja, o valor devido pelo empregador já definido em contrato de trabalho, não dependendo de resultados. Na remuneração fixa ainda pode ser acrescido os benefícios que a empresa proporciona. Segundo Devidé Júnior (2010), o salário-base é de fundamental importância no processo de contratação de um executivo, pois além de ser o principal componente da remuneração, executivos avessos ao risco preferem aumentos no salário-base a aumentos em bônus por desempenho.

Entende-se por remuneração variável, os valores pagos à título de Participação nos Lucros, Pagamento Baseado em Ações e Bônus, onde o empregado é remunerado em função da sua contribuição para o bom desempenho da empresa e competência para assumir cargos de alta responsabilidade. Conforme Devidé Júnior (2010), a distribuição dos bônus entre os membros da diretoria executiva pode depender de seus desempenhos individuais ou com a participação em tomadas de decisões importantes para o resultado positivo da empresa.

Para Anthony e Govindarajan (2008), os planos de remuneração variável têm a possibilidade de serem divididos em planos de curto e longo prazo. Os planos de curto prazo consistem no pagamento de bônus, geralmente pago em dinheiro e determinado como um percentual fixo dos lucros da firma, enquanto os incentivos de longo prazo são comumente baseados em ações da firma ou em uma opção de compra de ações.

A soma da remuneração fixa com a remuneração variável resulta na remuneração total. Conforme Gráfico 1, que apresenta a estrutura de pagamento das empresas listadas na BM&FBOVESPA referente ao ano de 2011 e divulgados em 2012. A maioria das empresas utiliza a remuneração total, ao invés de utilizar apenas a fixa, com o objetivo de dar aos executivos, através da remuneração variável, incentivos melhores em troca dos serviços prestados. Isto ocorre, pois, na concepção da empresa, a remuneração variável é um recurso de incentivo, vinculando maiores ganhos para os executivos ao alcance de ótimos resultados.

Gráfico 1. Estrutura da Forma de Remuneração das Empresas listadas na BM&FBOVESPA.2012



Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – Remuneração dos Administradores 2012.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 10, que trata de pagamento baseado em ações estabelece que ações, opções de ações ou outros instrumentos

patrimoniais são concedidos aos empregados como parte do pacote de remuneração destes, adicionalmente aos salários e outros benefícios.

Em outras palavras, ações e opções de ações são, por vezes, concedidas como parte de acordo de pagamento de bônus, ao invés de ser dada como parte da remuneração básica dos empregados. Objetivamente, trata-se de incentivo para que os empregados permaneçam nos quadros da entidade ou de prêmio por seus esforços na melhoria do desempenho da entidade.

2.2. REMUNERAÇÃO E DESEMPENHO

A relação entre o desempenho da empresa e o pagamento do executivo está intrinsecamente ligada à evolução do preço das ações, através de pagamento baseado em bônus, ajustes anuais nos salários e opções de ações (ALI SHAH *et al.*, 2009; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010).

Uma vez que os acionistas têm interesse na valorização do preço de suas ações ou desejem alcançar outros objetivos vinculados a metas com base nas necessidades da empresa, com critérios primordialmente estabelecidos, possibilita-se gerar proveitos tanto para a organização, com o alcance de seus objetivos, quanto para os executivos, com a remuneração variável relacionada ao desempenho, havendo uma reciprocidade de benefícios.

De acordo com Cordeiro e Veliyath (2003), a remuneração está relacionada à magnitude da responsabilidade, risco e esforços arcados pelo executivo com as funções da escala da companhia, complexidade e riscos das operações. Logo, a remuneração pode aumentar em decorrência do tamanho da empresa. Corroborando, o estudo de Frydman e Jenter (2010), demonstra que embora os salários dos executivos tenham aumentado em toda linha, o crescimento tem sido muito mais acentuado em empresas de maior valor.

Neste mesmo ponto de vista, Chalmers *et al.* (2006) comentam que a complexidade operacional de empresas maiores, gestão com maior demanda de decisões e operações de maior risco exigem executivos com maior qualidade. Como resultado, o prêmio de compensação para o gerenciamento de empresas de grande porte² aumentou,

² Conforme Lei 11.638/07 que altera a Lei 6.404/76, empresas de grande porte são as sociedades ou conjunto de sociedades que tiverem, no exercício anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões de reais.

levando em consideração a maior complexidade administrativa exigida por essas empresas.

Para Byrd *et al.* (1998), o plano de bônus anual, mensurado em conformidade com o resultado contábil, traz consigo a importância desta correlação em momentos de turbulência no mercado. Nesse sentido, muitos estudos realizados comparam a remuneração dos executivos com o desempenho das empresas, isto é, se o pagamento de bônus for associado ao desempenho da empresa, os executivos trabalharão para que a empresa tenha resultados positivos, já que isto influenciará em rendimentos futuros.

De acordo com diversos autores (ZHOU, 2000; ALI SHAH *et al.*, 2009; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010; FRYDMAN e JENTER, 2010; CONYON e HE, 2012) o desempenho da empresa também é considerado para ser o determinante significativo da remuneração executiva. A literatura sobre remuneração da diretoria executiva (e do CEO) enfatiza que a remuneração dos executivos deve ser dada com base no desempenho e medida por variáveis diferentes relacionados ao lucro.

Jensen e Murphy (1990) indicam uma fraca relação entre remuneração do CEO e riqueza dos acionistas americanos. Por sua vez, Shaw e Zhang (2010) não encontraram relação entre a remuneração e o desempenho das empresas americanas. Segundo Jenter e Kanaan (1997), o padrão da teoria econômica sugere que na avaliação da qualidade de seu CEO, o conselho de administração deve ignorar componentes do desempenho da empresa, que são causados por fatores além do controle do CEO.

Já Conyon e He (2012) encontram uma forte associação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa no mercado de ações chinês. De acordo com Zhou (2000) a maioria de estudos ocorridos desde 1980 tem encontrado relação positiva entre o desempenho de empresas e remuneração. Para o autor, os estudos mais recentes têm se concentrado na intensidade do desempenho e nas variáveis que irão determinar a remuneração executiva.

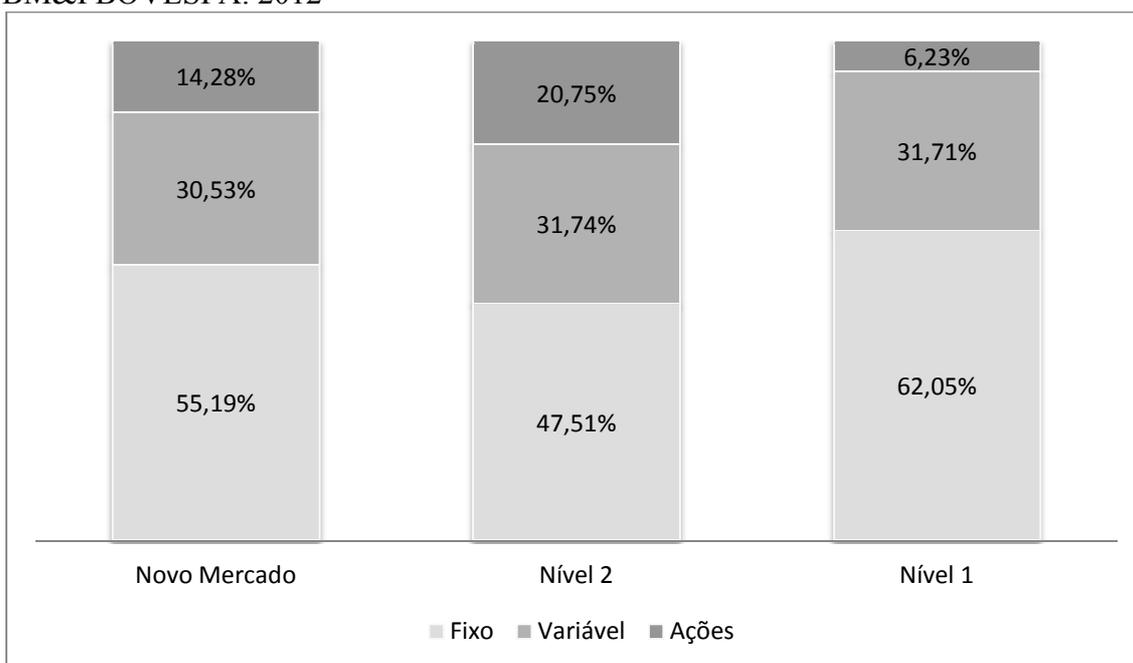
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

A remuneração executiva, no contexto da Governança Corporativa, pode ser analisada como um mecanismo de incentivo. Entende-se por Governança Corporativa como o modo no qual as empresas são administradas e controladas, onde acionistas (proprietários) delegam autoridade da tomada de decisão para administradores

(agentes), quando os objetivos dessas duas partes divergem, ocorre o problema de agência. Assim, a Governança Corporativa utiliza mecanismos que promovem a congruência desses interesses (CONYON e SCHWALBACK, 2000).

No Gráfico 2 é demonstrado o perfil da remuneração em relação aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Na primeira coluna encontram-se as empresas listadas no Novo Mercado, na segunda coluna, as empresas listadas como Nível 2 e na terceira coluna as empresas listadas como Nível 1 de Governança Corporativa. Percebe-se que, independentemente do nível de listagem a que a empresa é classificada, a remuneração é paga, praticamente, na mesma proporcionalidade, onde a maior parte da remuneração é composta pela remuneração fixa e a menor pelo pagamento baseado em ações.

Gráfico 2. Perfil da Remuneração da Diretoria Executiva das Empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2012



Fonte: IBGC – Remuneração dos Administradores 2012

O problema principal-agente entre acionistas e executivos, deu-se a partir da necessidade de separação entre propriedade e controle das empresas na virada do século XX (BERLE e MEANS, 1932). Este problema advém da relação de agência, a qual Jensen e Meckling (1976) definem como um contrato em que uma ou mais pessoas executam algum serviço em seu nome. Os autores explicam que os custos de agência abrangem os custos de contratos entre o principal e o agente: custos de monitoramento,

os custos incorridos na contratação de auditores externos e as perdas decorrentes dos conflitos entre agentes e principais no que tange às decisões tomadas que não maximizem valor para a empresa.

A relação entre os acionistas e a gestão de uma empresa é um exemplo proeminente de uma relação de agência. A separação da propriedade e controle de empresa com os acionistas como diretores e da gestão como agentes dá origem para o problema agente-principal, pois, os acionistas têm delegado autoridade para tomada de decisão da empresa aos executivos, que, não necessariamente, possuem os mesmos interesses que acionistas. Isto é, os proprietários desejam maximizar o retorno sobre o seu investimento na empresa, enquanto que os administradores desejam ser reconhecidos, crescer em sua carreira e ter bem-estar (SHLEIFER e VISHNY, 1989).

Sob o mesmo ponto de vista, Mehran (1995) analisa o choque de interesses entre acionistas e administradores quanto ao risco. Enquanto os acionistas detêm uma carteira diversificada de ações e são indiferentes ao risco, os executivos são avessos a este, pois sua carreira é mais afetada pelo desempenho da empresa.

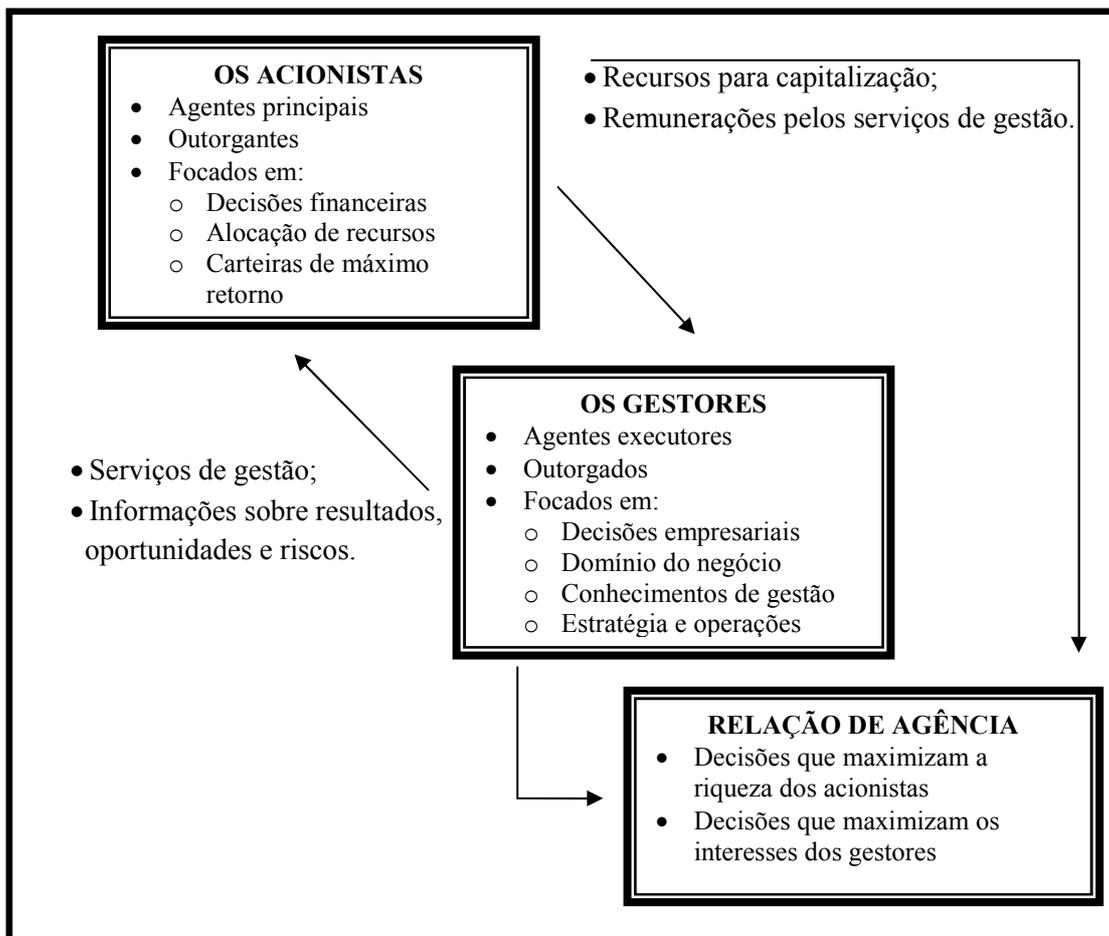
Se os acionistas tiverem informações completas sobre as atividades do executivo e das oportunidades de investimentos da empresa poderiam projetar um contrato que especificasse e fizesse cumprir as ações gerenciais e oportunidades de investimento. No entanto, os acionistas, muitas vezes, não sabem que ações o executivo está tomando e se estas decisões irão aumentar sua riqueza.

De acordo com a literatura (FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1986; JENSEN e MURPHY, 1990; JENSEN *et al.*, 2004) há diferentes soluções para resolver o problema principal-agente, dentre as quais, sistema de controle interno, mercado de trabalho para gerentes, mercado de controle corporativo, estrutura financeira da empresa e remuneração executiva.

Jensen *et al.* (2004) analisam que a Governança Corporativa e as políticas de remuneração estão altamente relacionadas e, para que haja um equilíbrio na remuneração, esta deverá ser baseada em medidas de desempenho. Corroborando, Bootsma (2010) comenta que, de acordo com a teoria da agência a remuneração executiva deve estar relacionada ao desempenho como uma solução para o conflito de interesses entre acionistas e administradores. Dessa forma, Jensen e Murphy (1990) argumentam existir muitos mecanismos através dos quais a política de remuneração pode oferecer incentivos maiores, incluindo pagamento de bônus, opções de ações e revisões salariais baseado no desempenho, como também, a estabilidade no cargo.

Na Figura 2 pode-se obter uma visão geral da relação de agência, que tem a finalidade de alinhar os interesses entre o acionista, que deseja obter o retorno do investimento realizado na empresa e o gestor, contratado para administrar a empresa em troca de remuneração.

Figura 2. Principais motivos dos conflitos de agência



Fonte: Adaptado de Rosseti e Andrade (2011).

Para Shleifer e Vishny (1986), a remuneração executiva faz parte da Governança Corporativa. De forma similar, Murphy (2009) afirma que a maioria das pesquisas sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa tem sido firmemente enraizada na teoria da agência, onde planos de remuneração são projetados para alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas através de bonificações com base no desempenho financeiro da empresa, apurado nos demonstrativos anuais, e, por meio de *stock options*, isto é, opções de compra de ações a um preço predefinido.

Destaca-se que tais incentivos devem estar pré-estabelecidos no contrato de remuneração vinculado ao desempenho da empresa. Devido à separação entre a propriedade e a gestão, quem exerce efetivamente o controle são os administradores das companhias. Sendo assim, ocorre uma assimetria de informações, dado que o agente tem acesso às informações e o principal não as tem. Dessa feita, a hipótese fundamental dessa teoria é que as pessoas têm interesses diferentes e cada um busca maximizar seus próprios objetivos (BOOTSMA, 2010; CONYON e SCHWALBACK, 2000).

Nestas situações, a teoria da agência prevê que a política de remuneração será projetada para dar ao executivo incentivo para selecionar e programar ações que aumentem a riqueza do titular (BLACK, 2001; BOHREN e ODEGAARD, 2003; BOOTSMA, 2007; CONYON e HE, 2012).

Como resultado, a intensidade da compensação de incentivo é afetada pela qualidade de mecanismos internos de Governança Corporativa, ou seja, o monitoramento dos conselhos de administração e dos acionistas. Em particular, as empresas com mais conselhos eficazes vão depender menos da remuneração de incentivos, entretanto a qualidade do acompanhamento do conselho também é afetada pela sua composição (EISENHARDT, 1989; BOYD, 1994; CONYON e HE, 2012).

Segundo Rosseti e Andrade (2011), a remuneração deverá seguir as seguintes práticas:

- Existência de comitê de remuneração, constituído por conselheiros independentes.
- Conselheiros remunerados por ações da corporação.
- Remuneração de executivos:
 - Vinculada a desempenho projetado.
 - Alinhada ao interesse dos acionistas (metas definidas de retorno e criação de valor).

Jensen e Murphy (1990) propõem que o incentivo para os executivos maximizarem o valor da empresa seja dado através de uma participação acionária substancial na empresa, salários, bônus e opções de ações a ser estruturada de forma a proporcionar grandes recompensas pelo bom desempenho e ameaça de demissão pelo mau desempenho.

Todavia, Shleifer e Vishny (1997) ressaltam que contratos de incentivos robustos criam enormes oportunidades de autonegociação para os gestores, que podem,

por exemplo, manipular resultados ou modificar a política de investimentos da firma para aumentar as próprias remunerações.

A teoria da agência prevê que o salário do presidente deve ser relacionado ao desempenho, a fim de resolver problemas associados à assimetria de informações entre proprietários e gestores. Mediante estas definições, pode-se inferir que a Governança Corporativa representa um conjunto de princípios e práticas com o propósito de reduzir os prováveis conflitos de interesse entre os stakeholders a fim de reduzir o custo de capital e aumentar tanto o valor da empresa quanto o retorno aos seus acionistas.

Para Shleifer e Vishny (1997), a adoção de regras como Governança Corporativa é que possibilita captar capital externo a custos menores, pois, quem aplica seu capital espera obter retorno sobre o mesmo, com o menor risco. A pesquisa de Bootsma (2010) retrata que o desempenho das empresas holandesas tem melhorado após a adesão às mudanças da Governança Corporativa. Segundo o autor, os administradores das empresas entendem que melhores regras de governança impactam positivamente o valor das companhias abertas, pois seus demonstrativos serão mais transparentes, logo aumentará a confiabilidade por parte dos investidores.

A utilização das práticas de Governança Corporativa teve uma evolução qualitativa devido ao desenvolvimento do mercado de capitais, sendo esse assunto obrigatório entre as políticas governamentais. O desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa é determinante no cenário nacional e internacional, por ser uma ferramenta eficiente na competitividade e demonstrar confiança aos investidores (SENHORAS *et al.*, 2006).

Mesmo que a definição de governança seja muito genérica, ela trata dos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada e específica empresa, em que os administradores atuem conforme os interesses dos acionistas, de modo que alavanquem seus ganhos (BECHT *et al.*, 2002). Evidenciando a importância desse sistema de controle e monitoramento, a Governança Corporativa, nos últimos anos, vem se desenvolvendo, devido ao aumento da procura do mercado pela adesão das empresas às boas práticas de Governança Corporativa (SILVA, 2006).

Esse movimento impulsionou mudanças e criação de órgãos, tais como, em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC foi criado em 1995, em 2000 a BM&FBOVESPA lançou segmentos especiais de listagem das empresas, denominados níveis diferenciados de Governança Corporativa. São eles Novo Mercado,

Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa, em seguida a Comissão de Valores Mobiliários - CVM lançou uma cartilha em 2002 com Recomendações sobre a Governança Corporativa, a Lei das Sociedades Anônimas sofreu alterações devido às Leis 11.638/07 e 11.941/09, o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a edição de códigos de boa governança pelos fundos de pensão.

Para que as empresas obtenham autorização de negociar ações como Nível 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa, elas deverão cumprir as boas práticas de Governança Corporativa elencadas no regulamento, ou seja, a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa vai depender do grau de compromisso assumido pelas empresas.

De acordo com as exigências para adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, demonstrados no Quadro 1, pode-se inferir que o Nível 1 é o que apresenta menor exigência. Já no Nível 2 e Novo Mercado há um maior obrigatoriedade com relação às práticas de Governança Corporativa que requerem uma maior atenção aos acionistas minoritários.

Essas regras maximizam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações divulgadas pelas empresas e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. Com isso o investidor pode contar com a garantia de seus direitos de acionista minoritário, a valorização de suas ações e uma maior transparência nas informações, o que lhe confere maior confiabilidade.

A seguir é demonstrado no Quadro 1 as exigências para adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Quadro 1. Exigências dos Níveis de Governança Corporativa

	Nível de Governança Corporativa		
	NM	N2	N1
Requisitos para Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa	Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais)		
	Balanço anual seguindo as normas do USGAAP ou IAS GAAP		
	Adesão às regras de Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários		
	Conselho de Administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado de 1 ano		
	Oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro no Nível 2		
	Direito de voto aos preferenciais nas seguintes matérias: transformação, incorporação, cisão/fusão, aprovação de contrato com as subsidiárias		
	Tag along de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas		
	Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em circulação e realização de ofertas públicas de ações favorecendo a dispersão do capital		
	Divulgação de informações adicionais nas ITRs, DFPs e IANs (DF consolidadas, demonstrações fluxos de caixa e valores mobiliários detidos pelo grupo de controladores e grupo de administradores)		
	Regras de <i>Disclosure</i> em operações envolvendo ativos da companhia e divulgação mensal das negociações com valores mobiliários e derivativos realizadas por controladores ou administradores		
	Divulgação de acordo de acionistas, programas de <i>stock options</i> e termos dos contratos firmados com partes relacionadas		
	Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos e realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e investidores		
	Obrigação de todos os administradores assinarem o termo de anuência da BM&FBOVESPA		

Fonte: Adaptado de Silveira (2004) e do site BM&FBOVESPA

Vale salientar que as empresas não são obrigadas a pertencer aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, ou seja, elas cumprem as exigências com o intuito de aderir aos Níveis 1 e 2 e Novo Mercado de forma voluntária.

2.4. FATOS ESTILIZADOS

A literatura recente (DALMACIO, REZENDE e SLOMSKI, 2009; SILVA e BEUREN, 2010; LARRATE, OLIVEIRA e CARDOSO, 2011) reporta que um dos tópicos mais pesquisados sobre remuneração dos executivos é a relação com o desempenho da empresa.

Dentre os estudos que abordam a relação remuneração e desempenho estão os de Zhou (2000), Ali Shah *et al.* (2009), Chalmers *et al.* (2006), Hutchinson e Gul (2006) e Shaw e Zhang (2010). Zhou (2000) analisou a remuneração executiva em relação ao tamanho e desempenho de 755 empresas canadenses no período de 1991 a 1995 e encontrou uma associação entre remuneração executiva com tamanho e desempenho das empresas. Ali Shah *et al.* (2009) também encontraram uma relação entre remuneração executiva com tamanho da empresa, membros e desempenho ao analisar empresas do Paquistão. O resultado de Chalmers *et al.* (2006) mostra que o Retorno do Ativo (ROA), variável que mede o desempenho das empresas, possui uma relação positiva com todos os componentes de remuneração, exceto ações e bônus, que não tiveram o mesmo resultado. Hutchinson e Gul (2006) encontraram evidências de que empresas com alto crescimento e com pagamento de planos de ações, como incentivos aos executivos, possuem um melhor desempenho. Além disso, este estudo mostrou que executivos que estão sujeitos a um risco maior preferem níveis de opções de ações mais elevados.

Shaw e Zhang (2010) também realizaram uma análise da remuneração executiva em relação ao desempenho da empresa, porém ao contrário de pesquisas anteriores (ZHOU, 2000; CHALMERS, 2006; ALI SHAH *et al.*, 2009) eles investigaram se a remuneração executiva diminui quando a empresa tem um desempenho fraco. Os resultados não indicaram relação entre a remuneração executiva e o desempenho, logo não há alteração na remuneração quando a empresa não tem um bom desempenho.

Alguns estudos concentram-se na remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*) como forma de associar a remuneração executiva ao desempenho da empresa, dentre os quais destacam-se o de Devidé Júnior (2010) e Malmendier e Tate (2008). Sobre o primeiro, Devidé Júnior (2010) encontrou efeitos significativos do desempenho em relação à remuneração executiva ao estimar a elasticidade da remuneração do CEO brasileiro em relação ao desempenho das firmas, medido pelo faturamento no período de 1999 a 2002. Por sua vez, Malmendier e Tate (2008) avaliaram o impacto no desempenho de

um CEO quando alcançam status de superstar, através da regressão *logit*, utilizaram prêmios comerciais de prestígio para medir o status do CEO e o ROA para medir o desempenho. Foi encontrado que, após os prêmios recebidos, os executivos gastam mais tempo com atividades externas a empresa e a incidência de gerenciamento de resultados aumenta após ganhos de prêmios.

O Quadro 2 apresenta as principais variáveis utilizadas em estudos sobre remuneração executiva para medir o desempenho da empresa. Observa-se que os destaques são para as variáveis *Return on Equity* (ROE), o *Return on Assets* (ROA), Retorno sobre Ações, Vendas e Lucro Líquido. Alguns estudos indicam que as vendas é o melhor indicador de remuneração do CEO e da diretoria executiva, de uma forma geral e que o Ativo é tido como melhor indicador para o tamanho da empresa (ALLGOOD e FARRELL, 2000; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010).

Quadro 2. Principais variáveis e referências sobre o tema

VARIÁVEIS	PRINCIPAIS REFERÊNCIAS
Vendas	CONYON e FLOROU (2006); ZHOU (2008); DEVIDÉ JÚNIOR (2010); SHAW e ZHANG (2010); CONYON e HE (2012)
Setor de Atividade	(ZHOU, 2008; MALMENDIER e TATE, 2008; ALI SHAH <i>et al.</i> , 2009; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010; SHAW e ZHANG, 2010)
ROE	HUTCHINSON e GUL (2006); DEVIDÉ JÚNIOR (2010); SHAW e ZHANG (2010)
ROA	CHALMERS <i>et al.</i> (2006); ZHOU (2008); MALMENDIER e TATE (2008); ALI SHAH <i>et al.</i> (2009); MURPHY (2009); SHAW e ZHANG (2010); GRAHAM <i>et al.</i> (2011); CONYON e HE (2012)
Ativo Total	CLAESSENS <i>et al.</i> (2002); CHALMERS <i>et al.</i> (2006); HUTCHINSON e GUL (2006); ZHOU (2008); ALI SHAH <i>et al.</i> (2009); ZHANG (2010); GRAHAM <i>et al.</i> (2011)
Retorno sobre Ações	ZHOU (2008); SHAW e ZHANG (2010); GRAHAM <i>et al.</i> , (2011); CONYON e HE (2012)
Lucro Líquido	SHAW e ZHANG (2010)
Membros	ALI SHAH <i>et al.</i> (2009); DEVIDÉ JÚNIOR (2010)
Alavancagem Financeira	SHAW e ZHANG (2010)
Endividamento	CONYON e FLOROU (2006); CONYON e HE (2012)

Fonte: Elaboração própria

Segundo Chalmers *et al.* (2006), normalmente, os trabalhos acadêmicos mostram uma forte relação entre o tamanho da empresa (geralmente medida em termos de vendas anuais ou ativos totais) e remuneração de CEO. Allgood e Farrell (2000), Zhou (2008) e Devidé Júnior (2010) afirmam que a remuneração dos diretores foi mais estreitamente relacionada com o tamanho da empresa, quando medida pelas vendas, e menos relacionada aos lucros. Esta relação pode revelar que quando as vendas aumentam, os executivos são pagos mais do que quando há aumento nos lucros, portanto eles irão alocar mais esforços na maximização das vendas, em vez de maximização do lucro. Outro ponto importante é o tamanho da empresa medido pelo valor do Ativo, que dependendo do valor, a empresa poderá ser classificada através do porte, podendo ser Micro Empresa³ (ME), Empresa de Pequeno Porte⁴ (EPP) ou de grande porte. Várias pesquisas utilizam o ativo como variável de tamanho da empresa, pois se entende que quanto maior a empresa, maior será a responsabilidade, o risco e os esforços arcados pelo executivo nas atividades da empresa, logo o retorno para o executivo será maior.

Entretanto, os acionistas, geralmente, não têm muito interesse no porte da empresa e optam por uma referência de desempenho econômico para mensurar o esforço da administração. Firth *et al.* (1999) entendem que o objetivo dos acionistas é alavancar o retorno de seu investimento. Com esse propósito, acionistas procuram unir o pagamento ao resultado da empresa, a fim de que o esforço do executivo eleve ao máximo o retorno do investimento.

Para a determinação da remuneração executiva, a empresa Light S.A. observa os indicadores EBITDA, Lucro Líquido, dividendos, qualidade dos serviços prestados, segurança, perdas, arrecadação, inadimplência, dentre outros (RELATÓRIO DE REFERÊNCIA, 2012).

No Brasil, os estudos sobre remuneração executiva ainda são incipientes quando comparados aos estudos internacionais. Camargos, Helal e Boas (2007) analisaram a relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que têm *American Depositary Receipts* (ADRs) listados em bolsas norte-americanas. Com uma amostra de 29 empresas, eles

³ Conforme Lei Complementar 123/2006, Micro Empresa é aquela que obtiver, no ano anterior, receita bruta de até R\$ 360 mil anual.

⁴ Empresa de Pequeno Porte é aquela que obtiver, no ano anterior, receita bruta de superior a R\$ 360 mil anual até R\$ 3,6 milhões de reais anual.

concluíram que existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração e o desempenho.

Krauter (2009) investigou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, através da análise de 44 empresas industriais, selecionadas entre as “150 Melhores Empresas para Você Trabalhar” e após os testes realizados não encontrou uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. Senna (2010) teve como objetivo identificar, descrever e comparar os elementos componentes da remuneração dos executivos de quatro empresas do setor de energia elétrica da região sudeste do Brasil.

Gallon, Miranda e Tomé (2011) analisaram a evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2004 a 2007 e Aguiar e Souza (2012) discutiram os efeitos de incentivo e os efeitos tributários causados pelos diferentes tipos de remuneração gerencial.

A causa desta temática estar no início das suas discussões pode ser devido às empresas não serem obrigadas a divulgar o salário individual do executivo. Pois, de acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009) a remuneração executiva deve ser divulgada individualmente ou, ao menos, em bloco separado do montante relativo ao Conselho de Administração. A empresa deve ainda destacar, pelo menos a média dos valores pagos, além do menor e do maior valor com as respectivas justificativas para essa disparidade.

De acordo com Devidé Júnior (2010), vários estudos sobre remuneração executiva apresentaram diferentes seleções de dados, transformações de variáveis e hipóteses na determinação de modelos. Por isso, serão colocadas em prática nesta dissertação variáveis que foram utilizadas com maior frequência nas pesquisas já realizadas e comentadas no referencial teórico, justificando, assim, possuir um poder de explicação sobre a relação entre remuneração executiva e desempenho das empresas.

A seguir, no Quadro 3 é apresentada as pesquisas internacionais realizadas sobre Governança Corporativa em relação ao desempenho das empresas e remuneração executiva, onde na primeira coluna tem-se o autor e o ano da pesquisa, na segunda coluna o objetivo, por fim na terceira coluna os resultados alcançados.

Quadro 3. Trabalhos internacionais sobre Governança Corporativa

Autores /Ano	Objetivo da Pesquisa	Resultados
CONYON e LEECH (1994)	Analisar empiricamente os determinantes da remuneração executiva em relação ao tamanho, desempenho e medidas de Governança Corporativa das grandes empresas do Reino Unido no período de 1983 a 1986.	Existe uma relação positiva entre o pagamento do CEO e o desempenho, embora a elasticidade estimada seja muito pequena. Encontraram, também, que as vendas da empresa são importantes para explicar o crescimento do salário, entretanto, evidências sobre o papel desempenhado pelas variáveis de Governança Corporativa não apresentaram resultados concretos.
CONYON e SCHWALBACH (2000)	Examinar se a Governança Corporativa do Reino Unido e da Alemanha influencia o pagamento dos executivos.	Associação positiva entre a remuneração e o desempenho nas empresas nos dois países.
BLACK (2001)	Avaliar a hipótese de que os comportamentos das práticas de governança afetam o valor de mercado em empresas na Rússia.	Forte relação positiva entre a qualidade de Governança Corporativa e valor de mercado das empresas, sugerindo que o comportamento da empresa em termos de práticas de governança, pode ter um efeito enorme sobre seu valor de mercado, principalmente em um país onde a proteção ao investidor é fraca.
KLAPER e LOVE (2002)	Avaliar a relação entre a qualidade da Governança Corporativa e o desempenho das empresas. Utilizando o método dos mínimos quadrados para o período de um ano.	Alta correlação positiva entre a qualidade da Governança Corporativa e o desempenho operacional, através do ROA e valor de mercado (Q de Tobin).
BOHREN e ODEGAARD (2003)	Analisar a relação entre Governança Corporativa e desempenho nas empresas da Noruega. Para medir o desempenho das empresas, eles usaram o ROA e o retorno sobre vendas.	A governança é significativa para o desempenho das empresas, principalmente com relação à concentração das ações em posse dos gestores, tamanho do conselho, alavancagem financeira, taxa de dividendo e a proporção de ações sem direito a voto em relação às ações com direito a voto.
HAID e YURTOGLU (2006)	Analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de uma amostra de 286 empresas alemãs para o período 1987-2003.	A sensibilidade de remuneração por desempenho na Alemanha é insignificamente pequena, utilizando o ROA para medir o desempenho. Além disso, a pesquisa salienta a importância da participação acionária concentrada. Problemas de agência como consequência da separação entre propriedade e controle podem ser diminuídos pela maior concentração de propriedade.
BOOTSMA (2010)	Investigar a relação entre a remuneração executiva e o desempenho de empresas holandesas. Além disso, também analisou se a relação de remuneração por desempenho tem fortalecido após a introdução do código de Governança Corporativa holandesa a partir de 2004.	O código de Governança Corporativa holandesa teve um efeito positivo sobre a relação performance-salário.

Fonte: Elaboração própria.

No Brasil há várias pesquisas que estudam a Governança Corporativa, como por exemplo, Lameira *et al.* (2006) que verificaram se a melhoria das práticas de Governança Corporativa já promoveu impacto no valor das empresas mensurado pelo Q de Tobin. O resultado da pesquisa apontou que a melhoria de práticas de Governança Corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa, cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços, onde as variáveis dummies de ADR e NM obtiveram resultados estatísticos muito significativos em relação ao Q de Tobin.

Já as pesquisas realizadas no Brasil relacionando as boas práticas de Governança Corporativa à remuneração executiva ainda são incipientes e a maioria delas realizam pesquisas qualitativas, pois as empresas iniciaram a divulgar informações relacionadas às remunerações executivas recentemente. Silva (2010) analisou a relação entre as práticas de governança e a transparência na divulgação da remuneração executiva das empresas brasileiras, utilizando como *proxy* para boas práticas de governança a listagem de ADRs nos Estados Unidos e no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Os resultados indicaram que as empresas com ADRs tendem a ser mais transparentes no que se refere à remuneração de seus executivos. Silva (2010) também encontrou que não existe relação entre transparência de remuneração executiva e a listagem no Novo Mercado.

Oliva e Albuquerque (2007) buscaram identificar e analisar as práticas de compensação adotadas para conselheiros, CEO e diretoria executiva, verificando se estavam alinhadas com as boas práticas de uma estrutura de Governança Corporativa junto a 26 empresas listadas no segmento do Novo Mercado. Constataram que existe um alinhamento entre a estrutura de Governança Corporativa e a remuneração de executivos e conselheiros, não sendo tão expressiva a preocupação com eventuais excessos na prática da remuneração variável.

Silveira *et al.* (2008) fizeram uma investigação empírica da influência das práticas de Governança Corporativa das empresas em relação à estrutura de capital. Encontraram uma significativa influência das práticas de Governança Corporativa sobre a alavancagem financeira. Funchal e Terra (2006) examinaram os determinantes da remuneração executiva nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de Governança Corporativa. O resultado indicou que o desempenho de empresa e Governança Corporativa não são variáveis

influentes na remuneração executiva, porém, o tamanho da empresa apresentou significância positiva.

3. METODOLOGIA

3.1. MODELO ECONOMÉTRICO

O modelo econométrico adotado teve como base a utilização da técnica de dados em painel, que combina dados seccionais e temporais. No painel, uma variável x é uma amostra (conjunto de observações) na qual os n indivíduos (companhias) são observados ao longo de T períodos de tempo (2009-2011).

A utilização dos dados em painel permite a análise das mesmas empresas em vários períodos distintos, o que possibilita uma análise dinâmica do relacionamento entre as variáveis (WOOLDRIDGE, 2002).

Uma das vantagens de se utilizar os dados em painel é a melhoria da eficiência dos estimadores uma vez que se pode fazer uso de um número maior de dados, aumentando os graus de liberdade e restringindo os problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Adicionalmente, o uso de informações sobre a individualidade das companhias analisadas pode reduzir a magnitude do viés de variáveis omitidas (WOOLDRIDGE, 2002; GUJARATI, 2011).

De acordo com Gujarati (2011), as vantagens de se utilizar dados em painel são:

- Permite visualizar características específicas de cada empresa, levando em conta a heterogeneidade da amostra;
- Oferecem uma maior informação com menos colinearidade entre variáveis;
- Mais úteis para examinar a dinâmica da mudança;
- Podem detectar e medir melhor os efeitos que simplesmente não podem ser observados em um corte transversal puro ou em série temporal pura; e
- Minimizam o viés que pode ocorrer quando se trabalha com um conjunto de empresas.

A utilização de dados em painel permite controlar as diferenças não observadas nas empresas, além de identificar efeitos que não são detectados nas análises de corte transversal ou em séries de tempo isoladamente, pois possibilitam o acompanhamento de um conjunto de indivíduos ao longo do tempo, considerando suas características individuais. Dessa forma, a utilização de dados em painel permite que os resultados possuam maior confiabilidade e robustez.

O método de dados em painel, na sua forma estática, possui três tipos de modelos, são eles: dados empilhados (*pooled data*) ou *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, Efeitos Fixos (*Fixed Effects*) e Efeitos Aleatórios (*Random Effects*).

O *POLS* é o modelo mais simples, onde não leva em conta a natureza de corte transversal e de séries temporais dos dados, ou seja, os coeficientes de regressão são os mesmos para todas as observações durante todo o período de análise (GUJARATI, 2011).

No modelo de efeitos fixos os coeficientes angulares são constantes para as unidades em corte transversal e para as séries de tempo. Entretanto, estimam-se vários interceptos para captar os efeitos específicos das unidades do painel (BAUM, 2006). Assim, este modelo controla os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

A especificação do modelo de efeitos aleatórios trata os efeitos específico-individuais como variáveis aleatórias. Neste modelo, supõe-se que não há correlação entre os efeitos individuais e as demais variáveis aleatórias (HOLLAND; XAVIER, 2005).

De acordo com Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), o modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de efeitos fixos, isto é, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo, e os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. A diferença entre os dois modelos, refere-se ao tratamento do intercepto.

De forma geral, a utilização entre o efeito fixo e o efeito aleatório vai depender da amostra. Se a quantidade de empresas for pequena, é preferível utilizar o método dados em painel com efeitos fixos, porém se a quantidade for grande, o método com efeitos aleatórios será o escolhido.

Com o intuito de determinar qual o modelo que melhor se ajusta, foi necessário realizar os seguintes testes:

- Testes de *Chow* (F);
- LM de *Breusch-Pagan*; e
- *Hausman*.

Primeiro foi realizado o teste de *Chow* (F), que objetiva escolher entre o método de *POLS* e o Efeito Fixo. Este teste verifica se as observações são estáveis durante todo

o período analisado. Essa estabilidade é verificada dividindo-se o intervalo da amostra em duas partes e estimando-se novamente os parâmetros para cada um desses subperíodos e através da estatística F testar a igualdade dos dois conjuntos de parâmetros estimados. Deste modo, a fórmula é a seguinte:

$$F = \frac{\left[\frac{R_{fe}^2 - R_{pool}^2}{N - 1} \right]}{\left[\frac{1 - R_{fe}^2}{NT - N - k} \right]} \sim F_{(N-1, NT-N-k)} \quad (1)$$

Onde,

N = indivíduos;

T = períodos;

R_{fe}^2 = coeficiente de determinação da estimação do modelo com efeitos fixos;

R_{pool}^2 = coeficiente de determinação da estimação do modelo com constante comum;

A hipótese nula (H_0) indica que os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* (POLS), enquanto a hipótese alternativa (H_1) indica que os interceptos são diferentes para pelo menos uma das *cross-sections* (EF).

Em seguida foi realizado o teste de LM de *Breusch-Pagan* com a finalidade de decidir entre o método *POLS* e o efeito aleatório, utilizando a fórmula abaixo:

$$LM = \frac{N \cdot T}{2(T - 1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N \left[\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (2)$$

Onde,

N = indivíduos;

T = períodos;

ε_{it} = o resíduo da regressão de MQO agrupados;

A hipótese nula (H_0) indica que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual à zero (POLS), enquanto a hipótese alternativa (H_1) sugere que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (EA).

Por fim, para escolher entre o efeito fixo e o efeito aleatório foi realizado o teste de *Hausman* (GREEN, 2012) que avalia a consistência de um estimador comparado a outro estimador alternativo. A fórmula é a seguinte:

$$H = [\beta_{EF} - \beta_{EA}]' [V(\beta_{EF}) - V(\beta_{EA})]^{-1} [\beta_{EF} - \beta_{EA}] \quad (3)$$

Onde,

β_{EF} = vetor de estimativas de efeitos fixos;

β_{EA} = vetor de estimativas de efeitos aleatórios;

$V(\beta_{EF})$ = matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores β_{EF} ;

$V(\beta_{EA})$ = matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores β_{EA} ;

k = número de regressores.

A hipótese nula (H_0) aponta que modelo de correção de erros é adequado (EA), enquanto que a hipótese alternativa (H_1) aponta que o modelo de correção dos erros não é adequado (EF).

Realizado os testes de especificação do modelo, em seguida foram realizados os testes dos pressupostos básicos da regressão, foram eles:

- Teste de *Jarque-Bera*;
- Teste de *Wooldridge* ;
- Teste de *Wald*;
- Teste RESET de *Ramsey*.

O Teste de *Jarque-Bera* visa verificar a normalidade dos termos do erro, comparando a distribuição dos resíduos com a curva normal. Este teste tem como H_0 a distribuição normal e como H_1 a distribuição não normal. O teste possui a seguinte equação:

$$JB = N \left[\frac{S^2}{6} + \frac{(k-3)^2}{24} \right] \quad (4)$$

Onde,

N = tamanho da amostra;

k = coeficiente de curtose;

S = coeficiente de assimetria.

O teste de *Wooldridge* avalia a autocorrelação em dados em painel, onde a hipótese nula (H_0) indica sem autocorrelação de primeira ordem, quando ρ for igual a zero, enquanto que a hipótese alternativa (H_1) indica presença de autocorrelação de primeira ordem, quando ρ for maior que zero. Possui a seguinte modelagem:

$$e_i = \rho e_{i-1} + u_i \quad (5)$$

Onde,

ρ = parâmetro de autocorrelação;

u_i = variáveis aleatórias;

O teste de *Wald* verifica a presença de heterocedasticidade para os efeitos fixos, onde a hipótese nula (H_0) indica presença de heterocedasticidade, enquanto que a hipótese alternativa (H_1) indica que não há presença de heterocedasticidade. Este teste é calculado através da seguinte equação, em notação matricial:

$$W = (Rb - r)'(s^2 R(X'X)^{-1}R)^{-1} (Rb - r) \quad (6)$$

Onde,

R = parâmetro da restrição na matriz;

b = vetor dos parâmetros estimados sem restrição.

O teste RESET de Ramsey analisa a linearidade das variáveis. Se o resultado deste teste não for positivo, pode ser um indício de estimadores tendenciosos ou variáveis importantes omitidas, onde a hipótese nula (H_0) aponta que o modelo foi corretamente especificado, enquanto que a hipótese alternativa (H_1) aponta que o modelo não foi corretamente especificado. A equação é a seguinte:

$$y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3(y^e)^2 + b_4(y^e)^3 \quad (7)$$

Onde,

b_0 = intercepto;

x = variável independente;

y^e = série dos valores estimados da variável dependente na regressão original.

Por fim, salienta-se que o modelo de dados em painel pode ser balanceado ou não balanceado. Chama-se um modelo de painel balanceado quando cada unidade de corte transversal (empresas, indivíduos) tem a mesma quantidade de observações e, se cada unidade tiver um número diferente de observações, será um painel desbalanceado. Nesta dissertação, como a quantidade de empresas da amostra final se repetiu ao longo dos três anos analisados (2009-2011), o painel é balanceado.

3.1.1. Especificação dos Modelos

De acordo com a literatura, a determinação da remuneração dos executivos estaria condicionada por um conjunto de indicadores que retratam o desempenho financeiro da empresa.

Compreende-se que existem limitações e suposições nos modelos de dados em painel que podem viesar os resultados estimados, principalmente, em relação à existência de uma possível endogeneidade no modelo que, no caso em questão, pode ser causado por uma possível simultaneidade entre alguma variável explicativa e a variável independente. Assume-se, como hipótese, que a remuneração média é determinada pelos indicadores econômico-financeiros das empresas haja vista que a remuneração média só é calculada após a divulgação dos principais indicadores das empresas, não existindo, portanto, relação inversa de determinação. Ademais, a aplicação destes tipos de modelos sobre o tema em questão está amplamente referendada na literatura.

O modelo econométrico a ser estimado para analisar os determinantes da relação entre a remuneração executiva e o desempenho da empresa, será evidenciado pelos seguintes modelos:

$$\ln REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$\ln REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$\ln REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} + \beta_4 MEMBROS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$$\ln REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} + \beta_4 MEMBROS_{it} + \beta_5 VPA_{it} + \beta_6 LPA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

$$\ln REMT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} + \beta_4 MEMBROS_{it} + \beta_5 VPA_{it} + \beta_6 LPA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Onde,

$\ln REMT$ = logaritmo da remuneração média recebida da diretoria estatutária, da empresa i no tempo t para as equações (8) a (12);

$\ln ATIVO$ = tamanho da empresa medido pelo logaritmo do total do ativo, da empresa i no tempo t para as equações (8) a (12);

$BASACOES$ = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando foi recebido pagamento baseado em ações e 0 quando não foi recebido, da empresa i no tempo t para as equações (9) a (12);

$BONUS$ = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando foi recebido pagamento de bônus e 0 quando não foi recebido, da empresa i no tempo t para as equações (9) a (12);

$MEMBROS$ = quantidade de membros que compõem a diretoria estatutária, da empresa i no tempo t para as equações (10) a (12);

VPA = Valor por Ação, da empresa i no tempo t para as equações (11) a (12);

LPA = Lucro por Ação, da empresa i no tempo t para as equações (11) a (12);

ROE = rentabilidade do patrimônio líquido, da empresa i no tempo t para a equação (12);

ROA = rentabilidade do ativo, da empresa i no tempo t para a equação (12).

β_0 = intercepto

ε = termo de erro da regressão

$i = 1, \dots, 117$

$t = 2009, 2010 \text{ e } 2011$

A equação (8) objetiva verificar a relação da remuneração total com o tamanho da empresa. Na equação (9) foram adicionadas as variáveis *dummy* referente ao pagamento baseado em ações e bônus. Já na equação (10) a variável MEMBROS foi adicionada, com o intuito de ratificar sua influência na remuneração. Sabe-se que características dos executivos, como experiência e formação profissional, e as características das empresas, por exemplo, tamanho, organização funcional, evolução de

seus indicadores econômico-financeiros e fatores macroeconômicos, influenciam direta ou indiretamente na determinação da remuneração (ZHOU, 2000; BOOTSMAN, 2007; ALI SHAH *et al.*, 2009; DEVIDÉ JÚNIOR, 2010).

Sendo assim, buscando alcançar o objetivo proposto de verificar o que determina a remuneração executiva, serão estimadas também regressões com os indicadores de desempenho, através das equações (11) e (12).

Conforme a literatura referente ao tema, o desempenho das empresas melhora a partir do momento que elas passam a aderir às boas práticas de Governança Corporativa (CONYON e LEECH, 1994; BLACK, 2001; KLAPER e LOVE, 2002; BOHREN e ODEGAARD, 2003; HAID e YURTOGLU, 2006; CORNETT *et al.*, 2008; TATE, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW e ZHANG, 2010).

Com base nisso, o modelo completo foi estimado tendo como variável dependente os diferentes níveis de Governança Corporativa (modelo 13, modelo 14 e modelo 15) com o objetivo de verificar se as empresas com melhor nível de Governança Corporativa remuneram melhor seus administradores. Assim, estimaram-se os seguintes modelos:

$$\begin{aligned} \ln REMT_{itN1} = & \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} \\ & + \beta_4 MEMBROS_{it} + \beta_5 VPA_{it} + \beta_6 LPA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 ROA_{it} \\ & + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

$$\begin{aligned} \ln REMT_{itN2} = & \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} \\ & + \beta_4 MEMBROS_{it} + \beta_5 VPA_{it} + \beta_6 LPA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 ROA_{it} \\ & + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (14)$$

$$\begin{aligned} \ln REMT_{itNM} = & \beta_0 + \beta_1 \ln ATIVO_{it} + \beta_2 BASACOES_{it} + \beta_3 BONUS_{it} \\ & + \beta_4 MEMBROS_{it} + \beta_5 VPA_{it} + \beta_6 LPA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 ROA_{it} \\ & + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (15)$$

Onde,

$\ln REMT_{NI}$ = logaritmo da remuneração média da diretoria estatutária, das empresas i no tempo t listada no nível 1 de Governança Corporativa;

$\ln REMT_{N2}$ = logaritmo da remuneração média da diretoria estatutária, da empresa i no tempo t listada no nível 2 de Governança Corporativa;

$\ln REMT_{NM}$ = logaritmo da remuneração média da diretoria estatutária, da empresa i no tempo t listada como novo mercado de Governança Corporativa.

Enfatizando, as equações (13), (14) e (15) serão analisadas para as empresas classificadas como Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa.

3.2. BASE DE DADOS

A base de dados relativa às remunerações dos executivos foi coletada no Formulário de Referência das empresas disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto os indicadores econômico-financeiros foram coletados no banco de dados da Economática.

A Instrução da CVM nº 480/2009, com a alteração introduzida pela Instrução nº 509/11, em seu Anexo 24, no campo Remuneração dos administradores, consta que as empresas deverão descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração.

Em relação à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais, as empresas deverão elaborar uma tabela contendo o seguinte conteúdo:

- a) órgão;
- b) número de membros;
- c) remuneração segregada em:
 - i. remuneração fixa anual, segregada em:
 - salário ou pró-labore;
 - benefícios diretos e indiretos;
 - remuneração por participação em comitês;
 - outros.
 - ii. remuneração variável, segregada em:
 - bônus;
 - participação nos resultados;
 - remuneração por participação em reuniões;
 - iii. benefícios pós-emprego;
 - iv. benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo

- v. remuneração baseada em ações
- d) valor, por órgão, da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal;
- e) total da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal⁵

No item 13.11 da referida Instrução da CVM, exige, em forma de tabela dos 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal, a indicação do:

- a) órgão
- b) número de membros
- c) valor da maior remuneração individual
- d) valor da menor remuneração individual
- e) valor médio de remuneração individual

Como as empresas iniciaram a divulgação nos Relatórios de Referências acerca da remuneração executiva recentemente, esta pesquisa irá recolher dados referentes aos anos de 2009 a 2011.

Inicialmente, foram coletados os dados referentes à remuneração executiva de 177 empresas listadas na BM&FBOVESPA. No entanto, visto que algumas empresas não forneceram, em algum dos anos, tais informações, esse número reduziu para 146 empresas. Depois foram retiradas da amostra as empresas financeiras, pois segundo os autores Allgood e Farrell (2000) e Ali Shah *et al.* (2009), as empresas financeiras possuem uma estrutura de capital e apuração de lucros diferentes das outras empresas. Resultando, assim, em uma amostra de 112 empresas estudadas. Deste total, cerca de 85 foram classificadas no Novo Mercado, 10 empresas como Nível 2 de governança e 17 empresas com Nível 1 de Governança Corporativa. Portanto serão 112 empresas para cada ano a ser estudado (2009-2011), totalizando 336 observações.

A amostra do estudo é bem maior do que a maior parte dos estudos realizados anteriormente sobre remuneração executiva no Brasil, levando-se ainda em consideração que a maioria das pesquisas utilizam empresas que negociam na bolsa dos Estados Unidos, que tem uma exigência de divulgação de informações bem maiores em relação ao Brasil.

⁵ Para evitar a duplicidade, os valores computados como remuneração dos membros do conselho de administração devem ser descontados da remuneração dos diretores que também façam parte daquele órgão.

3.2.1. Definição das Variáveis

Com base na disponibilidade dos dados e nas referências bibliográficas sobre o tema (FINKELSTEIN e HAMBRICK, 1990; CONYONN *et al.*, 2000; BARNEY e HERTERLEY, 2007; KRAUTER, 2009), determinou-se o grupo de variáveis formado por indicadores econômico-financeiros que serão utilizados para medir o desempenho da empresa. Nos estudos citados no referencial teórico verifica-se a escolha por medidas que reflitam o desempenho econômico-financeiro e também o valor de mercado das empresas.

O Quadro 4 demonstra e explica os procedimentos de cálculo das variáveis utilizadas nos modelos estimados nesta dissertação. A variável dependente remuneração total foi encontrada através da remuneração total recebida pela diretoria executiva e transformada em logaritmo. Utilizou-se a variável explicativa ativo como característica da empresa⁶, também transformada em logaritmo, para representar o tamanho da empresa tomando por base outros trabalhos que utilizaram esta variável (CONYON e LEECH, 1994; HAID e YURTOGLU, 2006; CORNETT *et al.*, 2008; ZHOU, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW e ZHANG, 2010).

Espera-se uma relação positiva da remuneração executiva em relação ao ativo, pois o salário está relacionado às atividades, ao risco e a responsabilidade arcada pelo executivo e, entende-se que quanto maior a empresa, maior será a complexidade das operações e a responsabilidade na tomada de decisões.

O pagamento baseado em ações e o pagamento através de bônus são incentivos que fazem parte da remuneração variável, e, conseqüentemente da remuneração total. Dessa forma foram criadas variáveis *dummy* com a finalidade de conhecer se as empresas pagam estes benefícios adicionais aos executivos. Espera-se uma associação positiva destas duas variáveis em relação à remuneração total, levando em consideração que o pagamento baseado em ações e o pagamento de bônus não fazem parte da remuneração fixa, logo se a remuneração aumentar terá sido influenciada pela remuneração variável.

Para analisar os determinantes da remuneração executiva em relação ao desempenho, serão utilizados como variáveis explicativas dois indicadores que indicam o grau de êxito econômico da empresa. As variáveis são *Return on Equity* (ROE),

⁶ Os setores das empresas não foram utilizados como variável de característica das empresas devido à diversidade de setores envolvidos.

mostra o retorno do capital próprio⁷ investido na empresa, e o *Return on Assets* (ROA), indicador que visa demonstrar o retorno do capital investido na empresa, corroborando com alguns trabalhos (CONYON e SCHWALBACH, 2000; KLAPER e LOVE, 2002; BOHREN e ODEGAARD, 2003; CHALMERS *et al.*, 2006; HAID e YURTOGLU, 2006; MALMENDIER e TATE, 2008; ZHOU, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; MURPHY, 2009; SHAW e ZHANG, 2010; BOOTSMA, 2010).

Segundo a literatura não existe um consenso acerca da utilização de variáveis de liquidez e endividamento nos determinantes da remuneração executiva devido à dubiedade do sinal esperado haja vista que tanto o sinal positivo quanto negativo pode indicar uma relação direta com a remuneração executiva. Portanto, dado que a teoria não é clara quanto ao sinal do parâmetro, preferiu-se não inserir tais variáveis nos modelos.

As variáveis Lucro por Ação (LPA) e Valor por Ação (VPA) serão aplicadas nos modelos como medidas de desempenho referentes ao valor de mercado das empresas conforme estudos anteriores (BLACK, 2001; ZHOU, 2008; SHAW e ZHANG, 2010). Espera-se uma associação positiva em relação à remuneração executiva, pois estes indicadores de mercado fornecem uma harmonia de objetivos entre o acionista e o executivo, isto é, se o valor da empresa aumenta, seus resultados irão melhorar. Logo, se a remuneração estiver atrelada aos resultados, ocorrerão benefícios para os administradores.

Segundo Pukthuanthong *et al.* (2004), a utilização desses indicadores de mercado tem se tornado crescente e maior do que a utilização do indicador Q de Tobin quando se procura estudar a determinação da remuneração executiva.

Com relação à variável membros, esta corresponde ao número de componentes da diretoria executiva, também conhecida como tamanho do conselho, espera-se um resultado negativo desta variável em relação à remuneração executiva conforme os estudos de Bohren e Odegaard (2003) e Ali Shah *et al.* (2009).

Como variáveis de Governança Corporativa serão utilizadas as variáveis membros e as variáveis referente aos níveis diferenciados de Governança Corporativa (N1, N2 e NM). Como visto, as variáveis Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, referem-se aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, transformadas em variáveis *dummy*, conforme pesquisas anteriores (BLACK, 2001; KLAPER e LOVE, 2002;

⁷ Capital próprio na contabilidade refere-se ao Patrimônio Líquido (PL).

TATE, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW e ZHANG, 2010). Para ilustrar melhor, apresenta-se o Quadro 4 com as variáveis que serão utilizadas, suas especificações e resultados esperados.

Quadro 4. Definição das variáveis utilizadas na dissertação

SIGLA	VARIÁVEL	DESCRIÇÃO/CÁLCULO	RESULTADO ESPERADO
Variáveis Dependentes			
<i>lnREMT</i>	Remuneração Total	Remuneração Total* = Remuneração Fixa + Remuneração Variável Remuneração Fixa: salário + benefícios diretos e indiretos + outros** Remuneração Variável: Bônus + Participação de Resultados + Pagamento Baseado em Ações	
Variáveis Independentes			
<i>lnATIVO</i>	Ativo	Logaritmo do Ativo Total	+
<i>BASACOES</i>	Pagamento Baseado em Ações	Variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 quando os executivos receberem pagamento baseado em ações e 0 quando não receberem	+
<i>BONUS</i>	Bônus	Variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 quando os executivos receberem bônus e 0 quando não receberem.	+
<i>MEMBROS</i>	Membros	Quantidade de membros que forma a Diretoria Estatutária	-
<i>VPA</i>	Valor por Ação	Valor da ação	+
<i>LPA</i>	Lucro por Ação	Lucro dividido pelo valor da ação	+
<i>ROA</i>	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre o Ativo)	Razão entre o lucro operacional e o ativo total	+
<i>ROE</i>	<i>Return on Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)	Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido	+

Fonte: Elaboração própria.

*O valor total foi dividido pela quantidade de membros da diretoria estatutária e transformado em logaritmo.

** Refere-se à contribuição do INSS

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Como visto na seção 3 referente à metodologia, este estudo utilizou uma amostra de empresas brasileiras que têm ações negociadas na BM&FBOVESPA, com dados econômico-financeiros coletados na Economática e remuneração executiva coletadas no relatório de referência de cada empresa.

A limitação quanto à quantidade de observações da amostra, justifica-se no sentido do período analisado (2009-2011), que foi delimitado em virtude da disponibilidade dos dados, pois antes de 2009 as empresas não realizavam a divulgação da remuneração executiva.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas básicas das variáveis utilizadas para análise no período de 2009-2011. Os resultados mostram que em média, as empresas pagam aos seus executivos o valor anual de R\$ 370.000,00, podendo chegar até R\$ 2.800.000,00. Estes altos valores já eram esperados, tendo em vista que estudos anteriores já demonstravam que as empresas brasileiras pagam altos salários aos seus administradores (DEVIDÉ JÚNIOR, 2010; VIDAL, 2012).

O ativo médio foi de R\$ 7.430.000,00, com uma grande dispersão, variando de R\$ 421.790,00 a R\$ 50.173.000,00, porém os desvios em relação à média atingem apenas 5%. Esta variação se justifica pelo fato do ativo medir o porte da empresa, indicando que na pesquisa há empresas de vários setores, como também, de vários tamanhos.

Sobre a composição da diretoria executiva, as empresas possuem, em média, 6 executivos na diretoria estatutária, porém há uma grande dispersão, variando de 2 executivos na empresa Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A, podendo chegar até 37 na empresa TOTVS S.A, apresentando um coeficiente de variação de 58% em relação à média. Com relação às variáveis econômico-financeiras, o VPA é, em média, R\$ 8,92, podendo chegar a R\$ 46,28, com um desvio padrão um pouco alto de R\$ 7,98 e uma diferença entre o desvio e a média de 89%. O ROA e o ROE também apresentaram desvios padrões altos, 13,83 e 47,56. A média do ROA e do ROE encontradas estão alinhadas aos trabalhos realizados em outros países que utilizaram

estas mesmas variáveis (ZHOU, 2008; TATE, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW; ZHANG, 2010).

A variável NM indica que 76% das empresas da nossa amostra são listadas no Novo Mercado. Já a variável N1 indica que 15% são classificadas como Nível 1 e a variável N2 mostra que 9% estão listadas como Nível 2 de Governança Corporativa.

Percebe-se, em geral, que algumas variáveis apresentaram valores dispersos, indicando potencial para presença de heterocedasticidade nas regressões. Essa dispersão pode ser considerada normal, uma vez que, mesmo excluindo as empresas financeiras, as amostras abrangem empresas de vários setores e de portes diferenciados, o que ainda as tornam heterogêneas. Contudo, a análise descritiva apresenta apenas indícios, não sendo possível inferir resultados mais robustos.

Tabela 1. Análise descritiva da amostra. 2009-2011

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Coefficiente de Variação	Valor Mínimo	Valor Máximo	Observações
REMT *	12,34	1,09	0,09	7,06	14,83	336
ATIVO**	1,87	0,08	0,05	1,48	2,12	336
BASACOES	0,45	0,49	1,11	0	1	336
BONUS	0,52	0,50	0,96	0	1	336
MEMBROS	5,89	3,47	0,58	2	37	336
VPA	9,03	8,04	0,89	-0,97	46,28	336
LPA	0,93	1,45	1,55	-5,06	9,39	336
ROA	5,80	14,00	2,34	-48	199,3	336
ROE	13,75	48,24	3,44	-196	772,8	334
NM	0,76	0,43	0,56	0	1	256
N1	0,15	0,36	2,37	0	1	51
N2	0,09	0,28	3,26	0	1	29

Fonte: Relatório de Referência e Econômica.

*REMT (log)

**ATIVO (log)

A Tabela 2 mostra as estatísticas descritivas básicas das variáveis utilizadas para análise no período de 2009-2011 separadas por nível de Governança Corporativa. A primeira coluna descreve as variáveis de análise; as colunas seguintes referem-se às informações acerca das médias e dos respectivos desvios padrões das empresas listadas como Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa. De forma geral, os resultados apontam que não há diferença significativa em relação aos níveis diferenciados de Governança Corporativa haja vista que a remuneração média variou pouco conforme o nível de Governança das empresas (Nível 1 - 12,08; Nível 1 - 12,62;

Novo Mercado – 12,37). Ademais, não se verificou que as empresas do Novo Mercado remuneraram melhor seus executivos.

Tabela 2. Análise descritiva da amostra por nível de Governança Corporativa. 2009-2011

Variáveis	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
REMT*	12,08	1,55	12,62	1,16	12,37	0,97
ATIVO**	1,93	0,10	1,86	0,71	1,87	0,83
BASACOES	0,20	0,40	0,52	0,51	0,50	0,50
BONUS	0,49	0,50	0,41	0,50	0,55	0,50
MEMBROS	5,61	2,39	4,67	1,39	6,08	3,78
VPA	14,19	10,54	8,36	6,89	8,08	7,18
LPA	1,40	1,58	1,38	2,48	0,78	1,23
ROA	4,37	10,32	5,44	9,59	6,13	15,03
ROE	7,70	31,78	12,76	22,76	15,08	52,88
Obs.	51		29		256	

Fonte: Relatório de Referência e Econômica.

*REMT (log)

**ATIVO (log)

A tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis utilizadas no estudo. Pode-se observar que a variável remuneração executiva (REMT) apresentou um grau de correlação mais forte com as variáveis pagamento baseado em ações (BASACOES), MEMBROS, Valor por Ação (VPA), Lucro por Ação (LPA) e Nível 2 de Governança Corporativa (N2). Excluindo a variável MEMBROS, a relação esperada com as demais variáveis é positiva, contudo, foi observada uma relação negativa com o VPA e o LPA, onde ambas apresentaram uma correlação forte em relação a outra.

Complementando a análise acima, a remuneração executiva apresentou uma relação negativa com a variável MEMBROS, conforme o esperado, tendo em vista que quanto maior a quantidade de membros pertencentes à Diretoria Executiva, menor será a remuneração. A variável ATIVO, que representa o tamanho das empresas, apresentou uma fraca correlação em relação à variável remuneração (REMT), entretanto, a permanência da variável ATIVO contribui na explicação do modelo, conforme literatura demonstrada no referencial teórico.

Evidencia-se que, há alta correlação entre o ROA e o ROE, podendo ocasionar o problema da multicolinearidade, porém as duas variáveis permanecerão no modelo, corroborando com pesquisas anteriores (MURPHY, 1999; ZHOU, 2008; TATE, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW; ZHANG, 2010). Vale ressaltar que aqui estão sendo

analisadas as relações entre as variáveis e não relações de causa e efeito. Similarmente à literatura internacional, os resultados descrevem um coeficiente de correlação baixo entre as variáveis analisadas, indicando que, na análise individual, a relação entre cada variável e a remuneração média é baixa. As variáveis BASACOES e MEMBROS foram as que apresentaram maiores coeficientes de correlação com a variável remuneração executiva média.

Tabela 3. Matriz de correlação das variáveis de análise

	REMT	ATIVO	BASACOES	BONUS	MEMBROS	VPA	LPA	ROA	ROE	NM	N1	N2
REMT*	1											
ATIVO**	0,0131	1										
BASACOES	0,3173	0,0382	1									
BONUS	0,0006	0,0236	0,0381	1								
MEMBROS	-0,3356	0,1923	0,144	0,0466	1							
VPA	-0,1089	0,4271	-0,1171	0,139	0,104	1						
LPA	-0,0664	0,2402	-0,0304	0,0883	0,13	0,5386	1					
ROA	0,0178	-0,2844	-0,0131	0,0848	0,0022	-0,0884	0,3494	1				
ROE	0,0429	-0,2433	-0,0346	0,0734	-0,0166	-0,0796	0,2826	0,9535	1			
NM	0,0111	-0,1936	0,1524	0,0731	0,0938	-0,2208	-0,1905	0,048	0,0474	1		
N1	-0,108	0,2668	-0,2216	-0,0403	-0,0285	0,2754	0,1281	-0,0502	-0,0543	-0,7536	1	
N2	0,1202	-0,0467	0,0513	-0,0591	-0,1053	-0,0166	0,1247	-0,0087	-0,0026	-0,5516	-0,1326	1

Fonte: Relatório de Referência e Econômica

* REMT (log)

**ATIVO (log)

5. ANÁLISE ECONOMÉTRICA

5.1. TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS

A Tabela 4 descreve os resultados dos testes de especificação dos modelos de dados em painel. Dentre os testes realizados estão os testes F de *Chow* (hipótese H_0 , modelo restrito (*pooled*) e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Fixos), o *Breusch-Pagan* (hipótese H_0 , modelo restrito (*pooled*) e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Aleatórios) e o teste de *Hausman* (hipótese H_0 , modelo de Efeitos Aleatórios e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Fixos). Os resultados indicam que o modelo mais adequado é o modelo de Efeitos Fixos.

Tabela 4. Resultado dos testes de especificação dos modelos de dados em painel. 2009-2011

Modelo	Teste F - Chow	Breusch-Pagan	Teste de Hausman	Modelo mais adequado
Equação 8	0,55 (0,5799)	195,35 (0,0000)	19,11 (0,0000)	EF
Equação 9	1,50 (0,2278)	189,82 (0,0000)	29,32 (0,0000)	EF
Equação 10	1,61 (0,2043)	173,47 (0,0000)	41,66 (0,0000)	EF
Equação 11	0,97 (0,3815)	174,05 (0,0000)	46,64 (0,0000)	EF
Equação 12	1,17 (0,3155)	172,02 (0,0000)	67,90 (0,0000)	EF

Fonte: Econômica e Relatório de Referência.

A Tabela 5, a seguir, apresenta os resultados dos testes dos pressupostos básicos da regressão. Foram realizados os testes de heterocedasticidade, multicolinearidade, autocorrelação, linearidade e normalidade dos termos de erro. Na primeira linha encontra-se o resultado do teste de normalidade de *Jarque-Bera*, que confirmou que os termos de erros são normalmente distribuídos. Em seguida foi realizado o teste de *Wooldridge* para avaliar a autocorrelação, confirmando que os modelos aceitam a hipótese nula, ou seja, não existência de autocorrelação. Na terceira linha encontra-se o Teste de Wald cujo resultado aponta para a presença de heterocedasticidade, indicando que devido à heterogeneidade da amostra, os resíduos em cada nível das variáveis

previsoras têm variâncias diferentes (FIELD, 2009). Portanto, para corrigir este erro, os modelos foram estimados ponderando as observações com respeito a suas variâncias. No Stata, utiliza-se a ferramenta *robust* para controlar a heterocedasticidade dos modelos em dados em painel efeito fixo. Por último, foi realizado o teste RESET de Ramsey para verificar se o modelo proposto é adequado para a estimação. O resultado constatou que o modelo foi corretamente especificado.

Tabela 5. Resultado dos testes dos pressupostos básicos para estimação dos modelos de Efeitos Fixos. 2009-2011

	MODELOS				
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Normalidade (<i>Jarque-Bera</i>)					Chi (2) = 2.e-204 938,1
Autocorrelação (<i>Wooldridge</i>)	F (1,108) = 52,422 Prob>F = 0,000	F (1,108) = 95,065 Prob>F = 0,000	F (1,108) = 118,479 Prob>F = 0,000	F (1,108) = 178,026 Prob>F = 0,000	F (1,108) = 204,249 Prob>F = 0,000
Heterocedasticidade (<i>Wald</i>)	Chi2 (115) = 7,5e+31 Prob>chi2 = 0,000	Chi2 (115) = 8,7e+29 Prob>chi2 = 0,000	Chi2 (115) = 4,8e+31 Prob>chi2 = 0,000	Chi2 (115) = 2,7e+32 Prob>chi2 = 0,000	Chi2 (115) = 6,0e+31 Prob>chi2 = 0,000
Linearidade (RESET)					F (3,322) = 7,53 Prob>F = 0,0001

Fonte: Economática e Relatório de Referência.

5.2. RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES

Os resultados das regressões apresentados a seguir foram estimados a partir das equações 8 a 12. A tabela 6 apresenta os resultados da estimação do modelo de Efeitos Fixos, considerando a remuneração total média (em logaritmo, REMT(log)) como variável dependente. A variável independente ATIVO (logaritmo do total do ativo), que representa o tamanho da empresa, mostrou-se significativa em todos os modelos, sendo a 1% nos modelos (10) e (12) e, a 5% nos modelos (8), (9) e (11), indicando, portanto, uma relação positiva entre tamanho da empresa e a remuneração executiva.

O resultado acima corrobora com a pesquisa de Zhou (2000) que examinou a remuneração dos executivos em relação ao tamanho e desempenho das empresas canadenses, verificando que os aumentos salariais do CEO estão diretamente relacionados ao tamanho e desempenho da empresa. Na pesquisa de Ali Shah *et al.* (2009), que analisou as empresas do Paquistão no período de 2002 a 2006 através de um painel de dados, a variável ativo também foi positiva em relação à variável remuneração executiva. Da mesma forma, o estudo de Conyon (1997) encontrou que o tamanho da empresa (ativo) influencia a remuneração executiva de 213 empresas do Reino Unido. Percebe-se, portanto, que o ativo está presente em vários estudos representando o tamanho da empresa e, na maioria das vezes, explicando a remuneração executiva.

As variáveis BASACOES e BONUS foram significativas ao nível de 1% em todos os modelos. Da literatura pesquisada, apenas Chalmers *et al.* (2006) utilizou estas duas variáveis como determinantes da remuneração, porém as mesmas não apresentaram significância estatística em suas estimações. Esta divergência de resultados pode ocorrer devido ao fato de o pagamento baseado em bônus e baseado em ações estar associada às características intrínsecas ao país de análise, dentre as quais: (a) das características das empresas; (b) setor de atividade; (c) porte da empresa, e; (d) política de remuneração.

A variável MEMBROS apresentou coeficiente negativo e significativo (1%), confirmando que quanto maior a quantidade de membros, menor será a remuneração, corroborando com os estudos de Ali Shah *et al.* (2009) e Devidé Júnior (2010).

No modelo 11 foram adicionadas as variáveis VPA e LPA. O VPA apresentou coeficiente positivo e significativo estatisticamente, enquanto a variável Lucro por Ação (LPA) não apresentou relação significativa com a remuneração executiva. A variável LPA é uma variável indicativa de desempenho da empresa, assim como o ROA e o ROE que também são utilizadas como variáveis de desempenho em pesquisas já realizadas (MURPHY, 1999; ZHOU, 2008; MALMENDIER e TATE, 2008; ALI SHAH *et al.*, 2009; SHAW; ZHANG, 2010), e que foram inseridas no modelo 12.

Como dito acima, no modelo 12 foram acrescidos as variáveis ROA (Retorno sobre o Ativo) e ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido). Enquanto o ROA apresentou uma relação negativa, o ROE uma relação positiva com a remuneração executiva, ambos estatisticamente significantes. O resultado negativo do coeficiente do ROA não foi o esperado dado que o Retorno sobre o Ativo demonstra o resultado do capital aplicado na empresa. Nos estudos realizados que utilizaram o ROA como

variável explicativa, a maioria resultou em uma associação positiva, apenas Ali Shah *et al.* (2009) obteve uma associação negativa, similar ao nosso. Possivelmente, o resultado foi negativo devido a forte relação que possui com a variável ROE, pois, segundo Greene (2012) quando a associação entre duas variáveis é alta ocasiona diversos problemas para a análise estatística, como a possibilidade de encontrar um alto poder de explicação das variáveis (R^2) e coeficientes com sinais esperados ao contrário⁸.

Por sua vez, o coeficiente positivo da variável ROE sendo positivo está de acordo com os resultados encontrados por Zhou (2000) que examinou a remuneração dos executivos em relação ao tamanho e desempenho de 775 empresas canadenses no período de 1991 a 1995.

Tabela 6. Resultado da estimação dos determinantes da remuneração da DE (Diretoria Estatutária) através do Painel de Efeitos Fixos. 2009 - 2011

Variáveis	Efeitos Fixos				
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
lnATIVO	6,9393** (3,0941)	5,8987** (2,7609)	7,7891*** (2,7845)	6,8088** (2,6287)	6,3267*** (2,0394)
BASACOES		0,4786*** (0,161)	0,5248*** (0,1595)	0,4698*** (0,1436)	0,4802*** (0,1341)
BONUS		0,4329** (0,1661)	0,3844** (0,1699)	0,3778** (0,1631)	0,4074** (0,1705)
MEMBROS			-0,1842*** (0,0459)	-0,1869*** (0,0414)	-0,1688*** (0,0369)
VPA				0,0292* (0,0174)	0,0239 (0,0145)
LPA				-0,051 (0,0419)	0,0576 (0,0395)
ROA					-0,0482** (0,0219)
ROE					0,0105* (0,0053)
Constante	-0,668 -5,8028	0,8377 -5,2006	-1,6194 -5,1728	0,0475 -4,8811	0,9058 -3,7628
Obs.	336	336	336	336	334

Fonte: Relatório de Referência e Econômica. Notas: (1) Erro-padrão robusto em parêntesis; (2) *,** e *** indicam significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.

⁸ Estimou-se um modelo utilizando apenas a variável ROA, porém o modelo não foi significativo, achando melhor utilizar o modelo com as duas variáveis, conforme estudos anteriores.

A Tabela 7 descreve os resultados dos determinantes da remuneração da diretoria executiva conforme os níveis de Governança Corporativa a qual a empresa está classificada. De forma similar, estimou-se o painel de Efeitos Fixos (EF). Dessa forma, na primeira coluna estão as empresas listadas como N1 de Governança Corporativa, na segunda coluna estão as empresas listadas como N2 de Governança Corporativa e, na terceira as empresas listadas como Novo Mercado.

Sobre a estimação do modelo de efeitos fixos para as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa (modelo 13), os resultados mostram que as variáveis significativas do ponto de vista estatístico foram BASACOES, MEMBROS, LPA e ROA, cujos sinais dos coeficientes estão de acordo com a literatura, excluindo o ROA. Este resultado negativo do ROA ocorreu também nos modelos 8 a 12 e, como dito anteriormente, este fato pode ser devido a forte relação que possui com a variável ROE.

O modelo 13, voltado para as empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, evidencia que estas empresas remuneram através de ações (o valor do coeficiente foi 0,8217) e utilizam o Lucro por Ação (o valor do coeficiente foi 0,0931) como medida de desempenho baseada no mercado para remunerar seus executivos. Corroborando com este resultado, Black (2001) encontrou uma forte relação positiva entre a qualidade de Governança Corporativa e valor de mercado das empresas, sugerindo que o comportamento da empresa em termos de práticas de governança pode ter um efeito enorme sobre seu valor de mercado, principalmente em um país onde a proteção ao investidor é fraca.

Em relação à estimação do modelo 14, referente às empresas do nível 2 de Governança Corporativa, é importante destacar que o pequeno número de empresas no grupo pode tornar os resultados menos confiáveis. Superando essa dificuldade, sobre os resultados da estimação, observa-se que a variável ATIVO apresentou uma relação positiva a 5% de significância, indicando que quanto maior o ativo da empresa, maior a remuneração média dos executivos. Este resultado foi similar ao encontrado por Funchal e Terra (2006), onde o tamanho da empresa apresentou significância positiva, e ao de Haid e Yurtoglu (2006) evidenciaram que o tamanho da empresa, medido com o logaritmo do ativo, é muito mais importante para determinar o nível de remuneração executiva do que as variáveis de desempenho.

As variáveis BASACOES e LPA apresentaram uma associação positiva, enquanto que as variáveis MEMBROS e VPA apresentaram uma relação negativa com a remuneração executiva. Ao contrário da variável VPA, o resultado negativo da

variável MEMBROS é esperado, conforme dito anteriormente na metodologia. De acordo com o modelo 14, as empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa, como também as de Nível 1, remuneram seus executivos com o incentivo de pagamento baseado em ações e utilizam o Lucro por Ação (LPA) como medida de desempenho.

Por fim, no que se refere à estimação do modelo de efeitos fixos para as empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa (modelo 15), também evidenciada na tabela 7, as variáveis ATIVO, BASACOES e BONUS apresentaram uma relação positiva à remuneração executiva, enquanto que, como esperado, a variável MEMBROS apresentou uma associação negativa. Este resultado demonstra que para as empresas listadas neste segmento, Novo Mercado, o pagamento baseado em ações e o pagamento de bônus possui uma relação direta com a remuneração da diretoria. Afora estas, a remuneração é determinada pelo tamanho da empresa (ATIVO) em detrimento do desempenho representado pelas variáveis Retorno do Ativo (ROA) e Retorno do Patrimônio Líquido (ROE), que não apresentaram relação com a remuneração executiva.

Estes resultados estão de acordo com o estudo de Haid e Yurtoglu (2006) que utilizando a variável ROA para medir o desempenho não encontraram relação entre a remuneração e o desempenho na Alemanha, e com a pesquisa de Silveira (2004) encontrou que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor Governança Corporativa.

Concluindo, de uma forma geral, pode-se afirmar que os resultados dos modelos de efeitos fixos, por nível de Governança Corporativa, indicam que a remuneração baseada em ações e o número de membros do corpo diretivo são variáveis determinantes na remuneração da diretoria estatutária, independentemente de qual seja o nível de Governança Corporativa da empresa.

Tabela 7. Resultado da estimação da relação entre remuneração da DE (Diretoria Estatutária) e os níveis de GC através do Painel de Efeitos Fixos. 2009 - 2011

Variáveis	Efeitos Fixos		
	(13)	(14)	(15)
ATIVO****	8,4823 (8,5317)	7,3035** (2,8896)	8,6270*** (2,3589)
BASACOES	0,8217** (0,2959)	0,9025*** (0,0331)	0,4172*** (0,1346)
BONUS*****			0,3564* (0,1858)
MEMBROS	-0,1587** (0,0490)	-0,3773** (0,1012)	-0,1564*** (0,0391)
VPA	0,0050 (0,0148)	-0,1896* (0,0858)	0,0280 (0,0257)
LPA	0,0931* (0,0495)	0,5778** (0,1954)	0,0432 (0,0589)
ROA	-0,0454** (0,0145)	0,0448 (0,0563)	-0,0432 (0,0319)
ROE	0,0151 (0,0088)	-0,0593 (0,0351)	0,0090 (0,0070)
Constante	-3,6694 (16,2473)	1,6386 (4,5125)	-3,3274 (4,2542)
Obs.	51	29	254

Fonte Relatório de Referência e Econômica. Notas: (1) Erro-padrão robusto em parêntesis; (2) *, ** e *** indicam significância de 10%, 5% e 1% respectivamente. **** ATIVO (log) ***** A variável BONUS foi excluída nos modelos (6) e (7) devido à multicolinearidade.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo sobre remuneração executiva ainda é um tema pouco abordado nas pesquisas brasileiras. Porém, esta realidade está sendo alterada devido ao alto salário pago aos executivos e aos escândalos recentes envolvendo falência de empresas com pagamento de bônus aos presidentes.

Nesse contexto, enfatiza-se a adoção pelas empresas de um plano de remuneração voltado para o alinhamento dos interesses dos executivos com os dos acionistas, através de bonificações com base no desempenho financeiro da empresa. Tal proposta tem sido defendida como uma forma de evitar os conflitos de agência, uma vez que no contrato de remuneração os incentivos deverão estar vinculados ao resultado. A implementação do plano de remuneração ocorre à luz da Governança Corporativa, pois de acordo com Shleifer e Vishny (1986), a remuneração executiva faz parte da Governança Corporativa.

Diante disso, essa dissertação teve como objetivo evidenciar o efeito das características das empresas e dos indicadores de desempenho em relação à remuneração executiva, comparando, também, com o nível de Governança Corporativa. Portanto, a principal contribuição deste trabalho para a literatura existente é analisar a relação entre a remuneração executiva (remuneração da diretoria estatutária) com o desempenho das empresas e os níveis de Governança Corporativa. Para isso, utilizaram-se as informações mais atualizadas sobre: (a) a remuneração dos executivos, divulgadas obrigatoriamente pelas companhias em seus formulários de referência, onde constam o salário mínimo, máximo e médio da diretoria estatutária; (b) índices econômico-financeiros contidos na base de dados Economática, e; (c) a classificação das empresas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Foram estimados vários modelos de efeitos fixos tendo como variável dependente o logaritmo da remuneração média da diretoria executiva. No referente às variáveis que fazem parte da remuneração variável, pagamento baseado em ações e pagamento de bônus, ambas apresentaram significância estatística na determinação da remuneração, sugerindo que as empresas utilizam esses benefícios no pagamento aos executivos. Este resultado é respaldado pela literatura que ressalta que as empresas que remuneram através do pagamento de planos de ações, como incentivos aos executivos, possuem um melhor desempenho (HUTCHINSON e GUL, 2006).

Com relação à quantidade de diretores pertencentes na diretoria, a variável MEMBROS apresentou uma relação negativa com a remuneração executiva. Este resultado era esperado, tendo em vista que quanto maior a quantidade de membros, menor será a remuneração, corroborando com o estudo de Ali Shah *et al.* (2009).

No que tange às medidas de desempenho, o Valor por Ação (VPA) e o retorno do patrimônio líquido (ROE) foram determinantes na remuneração executiva. Tal evidência infere que as empresas remuneraram seus executivos de acordo com o valor de mercado e também de acordo com os ganhos obtidos pela empresa, uma vez que o ROE evidencia o retorno do patrimônio líquido. Com relação ao tamanho da empresa o ativo está diretamente relacionado com a remuneração executiva, confirmando que quanto maior a empresa maior será a remuneração paga aos executivos. Segundo Chalmers *et al.* (2006) geralmente, as pesquisas mostram uma forte relação entre o tamanho da empresa e a remuneração executiva. Portanto, de maneira geral, as variáveis que se mostraram determinantes foram o ATIVO, BASACOES, BONUS, MEMBROS, VPA e ROA.

Quanto à análise da remuneração conforme os níveis diferenciados de Governança Corporativa não houve uma grande divergência de resultados, onde a variável ATIVO mostrou-se relacionada à remuneração para as empresas listadas como Nível 2 e Novo Mercado, enquanto o Lucro por Ação (LPA) foi determinante da remuneração para as empresas listadas como Nível 1 e Nível 2 e, as variáveis BASACOES e MEMBROS apresentaram significância estatística em todos os segmentos da Governança Corporativa. Pode-se deduzir, portanto, que a forma de pagamento da remuneração executiva independe do nível de Governança Corporativa a qual a empresa está inserida.

Esta dissertação teve o mérito de analisar os determinantes da remuneração executiva das empresas brasileiras no início do período (2009), no qual as divulgações de informações acerca da remuneração da Diretoria Executiva passam a ser obrigatórias. Além disso, procurou-se contribuir para a disseminação de novos estudos acerca das questões relacionadas à remuneração executiva. Por se tratar de um tema relativamente recente, acredita-se que esta temática tende a promover discussões e, cada vez mais, forçar as empresas através dos órgãos reguladores a divulgarem informações referentes às remunerações com maior transparência e especificidade.

Embora o tema seja bastante atual, ainda há poucas pesquisas acadêmicas sobre remuneração executiva no Brasil. Acredita-se que esta escassez esteja relacionada a não

obrigatoriedade legal como ocorrem em alguns países, em termos de identificação dos valores pagos a cada executivo. Dessa forma, esta pesquisa delimitou-se a analisar a remuneração média paga à Diretoria Estatutária, na qual o presidente da companhia faz parte. Esta limitação só poderá ser superada em futuras pesquisas, quando as empresas divulgarem o valor da remuneração específica dos membros do seu corpo diretivo (diretoria estatutária, presidentes). Por fim, outra limitação, decorrente da primeira, está associada ao pequeno número de anos observados, o que impossibilita uma análise mais fundamentada acerca dos determinantes da remuneração.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; SOUZA, B. C. Tipos de Remuneração Gerencial: propósitos de incentivo x propósitos tributários. **In:** Congresso AnpCont, 2012, Florianópolis – SC. Congresso AnpCont, 2012, v. VI.
- ALI SHAH, S. Z.; JAVED, T.; ABBAS, M. Determinants of CEO Compensation Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies. **International Research Journal of Finance and Economics**, vol. 32, p. 148-159, 2009.
- ALLGOOD, S.; FARRELL, K. A. The Effect of CEO Tenure on the Relation between Firm Performance and Turnover. **Finance Department Faculty Publications**. Paper 22. 2000. Disponível em: <http://digitalcommons.unl.edu/financefacpub/22>
- ANTHONY, R.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. 12. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração Estratégica e Vantagem Competitiva**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- BAUM, C. F. **An introduction to modern econometrics using stata**. Texas: Stata, 2006. 338 p.
- BAUMOL, W. Business Behavior. **Value and Growth**, New York, 1959.
- BAKER, G. P. Incentive contracts and performance measurement. **Journal of Political Economy**, vol. 100, n. 31, 1991.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; ROEL, A. **Corporate governance and control**. 2002. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9371>
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: McMillan, 1932.
- BLACK, B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms, **Emerging Markets Review**, vol. 2, March 2001, Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014
- BOYD, B. Board control and CEO compensation. **Strategic Management Journal**, v. 15, p. 335–344, 1994.
- BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSH, G. **Stockholder-manager conflicts and firm value**. Financial Analyst Journal, p. 14-30, 1998.
- BOOTSMA, A.A. **Pay-for-performance?** Feb. 2010, pp 166-184. Disponível em : <http://repub.eur.nl/res/pub/20029/>
- BÖHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. **Social Science Research Networks**, Jul. 2005. Disponível em:

http://www.efmaefm.org/efmsympo2005/accepted_papers/abstracts/05-Bohren_abstract.pdf

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.

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: XXVII - Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2007, Foz de Iguaçu. **Anais...** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007.

CHALMERS, K.; KOH, P.; STAPLEDON, Geof. The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand? **The British Accounting Review**, n. 38, p. 259–275, 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, **The Journal Of Finance**, Vol. 57, nº 6, December 2002, p. 2741-2772.

CONYON, M. J. Corporate Governance e executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, 15, p. 493-509, 1997.

CONYON, M.J.; FLOROU, A. The pattern of investment surrounding CEO retirements: UK evidence, **The British Accounting Review**, vol. 38, 2006, p.p. 299–319.

CONYON, M. J.; HE, L. CEO Compensation and Corporate Governance in China. **Corporate Governance: An International Review**, doi:10.1111/j.1467-8683.2012.00935.x , p. 1-18, 2012.

CONYON, M. J.; PECK, S.I.; SADLER, G. Econometric modelling of UK executive compensation, **Managerial Finance**, Vol. 26 Iss: 9, pp.3 – 20, 2000.

CONYON, M. J.; LEECH, D. Top pay, company performance and corporate governance. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 56, n. 3, 1994.

CONYON, M. J.; SCHWALBACH, J. Executive Compensation: Evidence from the UK and Germany, **Long Range Planning**, vol 33, p. 504-526, 2000

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS CPC 10. **Pagamento Baseado em Ações**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC10_R1.pdf

CORDEIRO, J. J.; VELIYATH, Rajarm. **Beyond pay for performance**: a panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 2003.

CORNETT, M. M.; MARCUS, A. J.; TEHRANIAN, H. Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management, **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 357-373, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Determinantes internos da remuneração de dirigentes de empresas com ações negociadas no segmento

BM&FBOVESPA. **In: VI CONGRESSO ANPCONT**, 2012, Florianópolis. VI CONGRESSO ANPCONT - Contabilidade e Desenvolvimento Organizacional Frente às Dinâmicas Sociais. São Paulo: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - ANPCONT, 2012. v. CR-ROM. p. 1-1.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução 480 de 07 de Dezembro de 2009**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>

DALMACIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. **Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores**. Revista Universo Contábil, v. 5, n. 3, p. 6-23, 2009.

DEVIDÉ JÚNIOR, A. **Ensaio Empírico sobre Compensação Executiva e Dinâmica das Greves no Brasil**. 2010. 149 p. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Ceará, Curso de Pós-Graduação em Economia, Fortaleza, 2010.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos Econométricos para Dados em Painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. **In: 7o Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e 4o Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007**, São Paulo. Anais do 7o Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e 4o Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007.

EISENHARDT, K. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 4, 57–74, 1989.

FIELD, A. **Descobrendo a Estatística usando o SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. Top Management Team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion. **Administrative Science Quarterly**, New York, v. 35, n. 3, p. 484-503, 1990.

FUNCHAL, J. de A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. **In: 30º Encontro do ANPAD**, 2006, Salvador. ENANPAD, 2006

FAMA, E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm, **Journal of Political Economy**, v.88, nº 2, 1980, pp. 288-307.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. Separation of Ownership and Control (1983), **Journal of Law and Economics**, v. 26, nº 6, 1983.

FIRTH, M.; TAM, M.; TANG, M. The determinants of top management pay. **The International Journal of Management Science**, p. 617-635, 1999.

FRYDMAN C.; JENTER, D. Ceo Compensation. Nber Working Paper Series, Working Paper 16585, 2010. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w16585>.

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 CPCs 10 e 33. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2011, São Paulo, SP. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.

GRAHAM, J. R.; LI, S.; QIU, J. Managerial Attributes and Executive Compensation. **Review of Financial Studies**, Forthcoming; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1266680>, 2011.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 7th ed. Prentice Hall, 2012.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2009.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo, 2011.

_____. **Guia de Orientação para Remuneração de Conselho de Administração e Diretoria-Executiva**. São Paulo, 2011.

_____. **Remuneração dos Administradores 2012**. São Paulo, 2012.

Haid, A.; YURTOGLU, B. B. Ownership Structure and Executive Compensation in Germany, Working Paper Series, 2006. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948926

HOLLAND, M.; XAVIER, C. L.. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente, **Economia e Sociedade**, v.14, n. 1, p. p. 85-108, 2005.

HUTCHINSON M.; GUL, F. A. The effects of executive share options and investment opportunities on firms' accounting performance: Some Australian evidence, **The British Accounting Review**, vol. 38, 2006, p.p. 277-297

JENSEN, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, **American Economic Review**, v. 76, n° 2, 1986, pp. 323-329.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 1976, v3, n.4, p. 305-360.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives, **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, 1990, pp. 225-264

JENSEN, M.C.; MURPHY, K.J.; WRUCK, E.G. Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, **Harvard NOM Working Paper**, n°. 04-28; ECGI - Finance Working Paper no. 44/2004, July 12, 2004.

JENTER, D.; KANAAN, F. CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. MIT Sloan School of Management, 2007, p. 1-49.

KLAPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, World Bank Policy Research Working Paper, n°. 2818, March 2002. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979

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.

KRAUTER, E.; SOUSA, A. F. The Relationship between Executive Remuneration and Corporate Financial Performance in Brazil. **International Journal of Business Research**. v. 9, p. 138-151, 2009.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras, **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LARRATE, M. A. R.; OLIVEIRA, F. N. de; CARDOSO, A. S. Governança corporativa, remuneração dos gestores e produtividade da firma. **Revista do BNDES**, p. 245-272, 2011.

LEWELLEN, W.; HUNTSMAN B. **Managerial Pay and Corporate Performance**. American Economic Review. v. 6, n° 4, p. 710-720, 1970.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Superstar CEOs, Nber Working Paper Series. Working Paper 14140, 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14140>

MARQUEZAN, L. H. F. ; DIEHL, C. A. Remuneração variável de executivos e orçamento empresarial: um estudo de caso. **In: I Encontro de Controladoria e Finanças do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Unisinos**, 2010, São Leopoldo. I Encontro de Controladoria e Finanças do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Unisinos, 2011.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance, **Journal of Financial Economics**, v. 38, 1995, pp.163-184.

MILKOVICH, G. T. **Administração de recursos humanos**. São Paulo: Atlas, 2000.

MURPHY, K. J. Executive Compensation. **Handbook of labor economics**, Vol. 3b, p. 2485-2563, 1999.

OLIVA, E. de C.; ALBUQUERQUE L. G. de. **Filosofia e modelo dos programas de remuneração das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. Revista de Gestão USP, v. 13, n. 2, p. 79-96, São Paulo, 2006.

OLIVA, E. de C.; ALBUQUERQUE, L. G. de. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, 4(1):61-73, janeiro/abril 2007.

PUKTHUANHONG, K.; TALMOR, E.; WALLACE, J.S. Corporate governance and theories of executive pay. **Corporate Ownership & Control**, vol. 1, issue 2, winter, 2004.

RELATÓRIO DE REFERÊNCIA da Empresa Light S.A. 2012. Disponível em: <http://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=21816>

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSSETI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SENHORAS, E. M.; TAKEUCHI, K. P.; TAKEUCHI, K. P. **A Importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: Um Estudo Internacional Comparado**. In: III Seget – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2006, Resende. Anais...Resende: AEDB, 2006.

SENNA, F. C. **Remuneração dos executivos das empresas do setor de energia elétrica da região Sudeste do Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul, 2010.

SHAW, K. W.; ZHANG, M. H. Is CEO Cash Compensation Punished for Poor Firm Performance? **The Accounting Review**, vol.85, n°. 3, p. 1065-1093, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, **Journal of Financial Economics**, 25(1), 1989, pp. 123-139.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v 52, n.2, 1997, p. 737-783.

SILVA, A. L. C. da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, J. O; BEUREN, I. M. Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras da BM&FBOVESPA: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v. 10, p. 1-19, 2012.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. (Org.). **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, P. C. C. **Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil**. 2010. 32 p. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

SILVA, J. O. da.; BEUREN, I. M. **Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.** In: IV Congresso ANPCONT, 17, 2010, São Paulo. Anais...São Paulo, 2010.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil, **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

VIDAL, A. C. F. **Relação entre Governança Corporativa e Remuneração de Executivos no Brasil.** 2012. 40p. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2012.

ZHOU, X. CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada. **Canadian Journal of Economics**, v.33, n.1, February 2000.

WERNKE, R. **Gestão Financeira: Ênfase em Aplicações e Casos Nacionais** / Rodney Wernke – Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

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