UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ISAAC GEZER SILVA DE OLIVEIRA

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.

VITÓRIA – ES
2014

ISAAC GEZER SILVA DE OLIVEIRA

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.

Dissertação de Mestrado apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo – UFES, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Doutor Annor da Silva Júnior

VITÓRIA – ES
2014

ISAAC GEZER SILVA DE OLIVEIRA

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), Como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em ___ de _____ de 2014.

COMISSÃO EXAMINADORA

_____
Prof. Dr. Annor da Silva Júnior
UFES – Universidade Federal do Espírito Santo
Orientador

_____
Prof. Dra. Patrícia Maria Bortolon
UFES – Universidade Federal do Espírito Santo
Membro interno da banca examinadora

_____
Prof. Dr. Bruno Félix Von Borell de Araújo
Fucape Business School
Membro externo da banca examinadora

Aos meus pais Fátima e Inácio.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, minha razão de existência e força propulsora.

A minha esposa Sâmela, que com muito amor e compreensão me apoiou e incentivou em toda jornada.

Aos meus pais pelo carinho e dedicação em todos os momentos da minha vida.

Aos meus irmãos Nathan e Natanael, a minha Tia Penha e a toda minha família que é minha base.

Ao meu Professor Orientador Dr. Annor da Silva Júnior pela orientação, incentivo e apoio no desenvolvimento desta pesquisa.

Aos Professores da banca de qualificação Dra. Patrícia Bortolon e Dr. José Feres de Almeida pelas importantes considerações que em muito contribuíram para o trabalho.

Aos professores do programa de mestrado em ciências contábeis da Ufes pelos conhecimentos transmitidos e críticas construtivas para meu desenvolvimento acadêmico e profissional.

Ao Instituto Federal do Espírito Santo pela oportunidade de disponibilizar tempo para conclusão dessa pesquisa.

Aos meus colegas de Mestrado que de certa forma contribuíram para o desenvolvimento desse trabalho e compartilharam momentos ímpares e enriquecedores no transcorrer do curso.

I am not discouraged, because every

wrong attempt discarded is another step forward

Thomas A. Edison

RESUMO

O objetivo desta dissertação é analisar a relação existente entre remuneração executiva e desempenho em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. A linha teórica parte do pressuposto que o contrato de incentivos corrobora com o alinhamento de interesses entre acionistas e executivos e atua como um mecanismo de governança corporativa a fim de direcionar os esforços dos executivos para maximização de valor da companhia. A amostra foi composta pelas 100 companhias mais líquidas listadas em quantidade de negociações de ações na BM&FBOVESPA durante o período 2010-2012, totalizando 296 observações. Os dados foram extraídos dos Formulários de Referência disponibilizados pela CVM e a partir dos softwares *Economática*® e *Thomson Reuters* ®. Foram estabelecidas oito hipóteses de pesquisa e estimados modelos de regressão linear múltipla com a técnica de dados em painel desbalanceado, empregando como variável dependente a remuneração total e a remuneração média individual e como regressores variáveis concernentes ao desempenho operacional, valor de mercado, tamanho, estrutura de propriedade, governança corporativa, além de variáveis de controle. Para verificar os fatores que explicam a utilização de *stock options*, programa de bônus e maior percentual de remuneração variável foram estimados modelos de regressão *logit*. Os resultados demonstram que, na amostra selecionada, existe relação positiva entre remuneração executiva e valor de mercado. Verificou-se também que os setores de mineração, química, petróleo e gás exercem influência positiva na remuneração executiva. Não obstante, exerce relação inversa com a remuneração total à concentração acionária, o controle acionário público e o fato da companhia pertencer ao nível 2 ou novo mercado conforme classificação da BMF&BOVESPA. O maior valor de mercado influencia na utilização de *stock options*, assim como no emprego de *bônus*, sendo que este também é impactado pelo maior desempenho contábil. Foram empregados também testes de robustez com estimações por efeitos aleatórios, regressões com erros-padrão robustos *clusterizados*, modelos dinâmicos e os resultados foram similares. Conclui-se que a remuneração executiva está relacionada com o valor corporativo gerando riqueza aos acionistas, mas que a ausência de relação com o desempenho operacional sugere falhas no sistema remuneratório que ainda depende de maior transparência e outros mecanismos de governança para alinhar os interesses entre executivos e acionistas.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Plano de Incentivos, Desempenho, Análise Multivariada.

ABSTRACT

The objective of this dissertation is to analyze the relation between management compensation and firm performance of Brazilian public listed companies at BM&FBOVESPA. The theoretical supposes that the incentive contract corroborates with the interests alignment between shareholders and managers and acts as a mechanism of corporate governance in order to drive the managers efforts for maximization of firm value. The sample is 100 more liquid listed firms in share trading at BM&FBOVESPA during the period of 2010 to 2012, for 296 sample observations. Data was obtained from the Reference Forms of Brazilian SEC (*Comissão de Valores Mobiliários* — CVM) and from *Economática*® as well from Thomson Reuters®. Eight hypotheses were tested as well as OLS regression models with unbalanced panel data, using the total compensation as the dependent variable and, for independent variables, variables concerning performance, firm value, size, ownership structure, corporate governance and control variables as well. To verify the factors that explain the usage of stock options and bonus programs, logit models were used. The results show that, in the selected sample, the greater the company size, board and firm value, the greater will be the manager compensation. Some industries like mining, chemistry, oil and gas, also plays a positive influence on manager compensation. Further, there is inverse relationship between total manager compensation and ownership concentration, the public rights of control and the governance classification set by BM&FBOVESPA. A greater firm value influences the utilization of stock options, as well as the use of bonus, being this impacted by grater firm performance. There were also robust check tests estimated by random effects, clustered standard-errors, dynamic models but the results remained the same. Therefore that the executive compensation is related with the corporate value, creating wealth to the shareholders; but the lack of relation with operational performance suggests failures on the compensation system which still depends on greater transparency and other governance mechanisms to align the interests of CEOs and shareholders.

Keywords: Corporate Governance, Incentives Contracts, Firm Performance, Multivariate Analysis

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR - American Depositary Receipts

AT - Ativo Total

BM&FBovespa - Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - Chief Executive Officer

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA - Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

FIV - Fator de Inflação da Variância

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IN 480 - Instrução Normativa CVM nº 480/09

LL - Lucro Líquido

LPA - Lucro por Ação

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

N1 - Nível 1 de Governança Corporativa

N2 - Nível 2 de Governança Corporativa

NM - Novo Mercado

POLS - Pooled Ordinary Least Square

PL - Patrimônio Líquido

SEC - Securities and Exchange Commission

ROA - Return on Assets (Retorno do Ativo)

ROE - Return on Equity (Retorno do Patrimônio Líquido)

SEC - Securities and Exchange Commission

VM - Valor de Mercado

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Princípios e Pilares da governança corporativa 29
Figura 2 - Conceito de Remuneração 38
Figura 3 - Remuneração variável executiva 40
Figura 4 - Modelo geral da pesquisa 66

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Alternativas de Remuneração Variável 39
Quadro 2 - Tipos de remuneração variável: aspetos positivos e negativos. 41
Quadro 3 - Síntese das pesquisas de remuneração no Brasil 50
Quadro 4 - Dimensões e medidas de desempenho 51
Quadro 5 - Indicadores contábeis em estudos de remuneração.....53
Quadro 6 - Indicadores de mercado em estudos de remuneração 53
Quadro 7 - Fonte e dados da pesquisa.....57
Quadro 8 - Justificativa para exclusão de observações da amostra 58
Quadro 9 - Variáveis utilizadas na Pesquisa.....65
Quadro 10 - Principais pressupostos da regressão múltipla 67
Quadro 11 - Síntese dos resultados alcançados.....101

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra da Pesquisa 58
Tabela 2 - Resultado dos testes de especificação dos modelos em painel 2010 a 2012 70
Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis “Remuneração Executiva” e “Tamanho do Quadro de Diretores”.....76
Tabela 4 - Estatística Descritiva das variáveis quantitativas 77
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis categóricas 78
Tabela 6 - Matriz de correlação entre as variáveis.....79
Tabela 7 - Teste T de diferenças de médias e Teste Z de Wilcoxon.....80
Tabela 8 - Resultados das estatísticas de atendimento aos pressupostos da regressão linear.....85
Tabela 9 - Resultados da Regressão 86
Tabela 10 - Resultados da Regressão 89
Tabela 11 – Resultados da Regressão logística método *enter* 91
Tabela 12 - Regressão com novas variáveis para mensurar tamanho, desempenho e valor 94
Tabela 13 - Resultados da Regressão com sub-amostras.....95
Tabela 14 - Resultados da Regressão com dummies para ROA e ROE 97
Tabela 15 - Resultados da Regressão com diferentes métodos de estimação.....99

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 14
1.1 CONTEXTO E PROBLEMATIZAÇÃO 14
1.2 OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS 18
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA 19
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA 22
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO 23
2 RERENCIAL TEÓRICO 24
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA 24
2.1.1 Sistema de Governança no Brasil e seus mecanismos internos e externos 29
2.2 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA 36
2.4 DESEMPENHO 50
3. METODOLOGIA 55
3.1 UNIVERSO, AMOSTRA E BASE DE DADOS 55
3.4 HIPÓTESES 58
3.5 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS 61
3.5 REGRESSÃO LINEAR 66
3.6 REGRESSÃO LOGÍSTICA 68
3.7 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO DO TESTE DE HIPÓTESES 69
4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS 75
4.1 TRATAMENTO DA AMOSTRA 75
4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA 76
4.3 ANÁLISE ECONOMÉTRICA 81
4.3.1 Análise dos pressupostos da regressão 81
4.3.2 Análise inferencial e discussão dos resultados 84
4.3.3 Testes de sensibilidade e robustez 93
CONCLUSÕES 102
ReFERÊNCIAS 110
APÊNDICE A: Composição da amostra 122
APÊNDICE B: Evidenciação Obrigatória da Remuneração Executiva. 123

APÊNDICE C: Glossário.....126

APÊNDICE D: CURVA ROC dos modelos de regressão logística.....127

APÊNDICE E: Resultados do modelo de regressão com dados em painel balanceados.....129

APÊNDICE F: resultados da regressão para os diferentes componentes da remuneração.....130

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contexto e Problematização

A remuneração executiva tem se apresentado como assunto emergente e de considerável relevância no ambiente acadêmico. Estudos empíricos mostram divergências no que tange a eficiência de altas remunerações executivas e sua relação com o desempenho e valor da companhia. Contudo mesmo diante de inconsistências, altas bonificações são empregadas por companhias de capital aberto e muitos trabalhos científicos, principalmente internacionais, tem se dedicado a identificar os condicionantes da remuneração executiva, dos planos de remuneração variável (*pay for performance*), conhecido no Brasil como bonificações e plano de opção por ações.

Perante o contexto atual das grandes companhias, tem-se que a gestão destas é exercida, em maior parte, por profissionais de mercado e não mais pelos próprios proprietários e à medida que cresce a organização ocorre um aumento em sua complexidade emergindo a separação entre propriedade e controle (FAMA, 1980). Insurgem nesse panorama as altas remunerações que são um reflexo típico das grandes corporações, em busca de uma forma eficiente e competitiva de organização econômica (FAMA, 1983).

Desprende-se da separação entre propriedade e controle, conflitos de interesse. Adam Smith foi um dos precursores a abordar essa relação em 1776 na obra intitulada “A Riqueza das Nações”. Berle e Means (1932) colaboraram e acresceram a abordagem ao analisarem empiricamente, na obra denominada “*The modern Corporation and Private Property*”, a estrutura de propriedade de companhias norte-americanas e discutir os inevitáveis conflitos de interesse em composições acionárias pulverizadas e o impacto deste fator no desempenho e valor das companhias. Após estes estudos pioneiros, Jensen e Meckling (1976) abordaram o conflito de interesses na perspectiva da teoria da agência.

Essa separação de propriedade e controle consiste, portanto, em uma característica intrínseca das organizações modernas e vem sendo estudada ao longo dos últimos 100 anos, sendo base para compreensão da governança corporativa. Para Fama e Jensen (1983) tal separação altera a estrutura das companhias gerando conflitos de interesses entre os acionistas (principais) e os executivos da companhia (agentes), este conflito denominado “problema de agência” é gerado por que cada uma das partes pode vir a buscar seus próprios interesses. Para Jensen e Meckling (1976, p. 5), “se ambas as partes buscam maximizar seus interesses, há razões para acreditar que o agente não agirá no interesse do principal” (Tradução nossa).

Com o intuito de atenuar o problema de agência advém à necessidade de desenvolver mecanismos que busquem alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, para que os primeiros sejam maximizadores do valor e desempenho da companhia (FUNCHAL; TERRA, 2006). Neste contexto é inserida a adoção de boas práticas de governança corporativa a fim de harmonizar a relação entre principal e agente, reduzindo o problema de agência (CONYON; LEECH, 1994).

Jensen e Meckling (1976) salientam que os conflitos de interesses ocorridos nas companhias geram custos de agência (*agency costs*). Esses custos aumentam quando os executivos possuem incentivos para buscar seus próprios interesses, em detrimento dos objetivos do principal. Parte desses custos é oriundo de gastos para monitorar as ações dos executivos e custos para estruturar o sistema de governança corporativa da companhia.

A remuneração executiva tem sido apontada como um mecanismo substancial na redução do conflito de agência. Para Rao e Lee-Sing (1995) o problema de agência pode ser diminuído se a remuneração executiva estiver relacionada ao desempenho e valor da companhia. Dessa forma a remuneração poderia ser uma indutora do comportamento dos agentes, no que tange ao alinhamento de interesses, fazendo com que o interesse por uma maior remuneração esteja relacionado ao interesse de otimização dos resultados da companhia.

Dessa forma muitos consideram que o sistema de remuneração executiva pode atuar como um dos mecanismos mais eficientes para o alinhamento de interesses

entre executivos e acionistas, minimizando o problema de agência, pois vem à tona como um incentivo para o agente atingir os objetivos do principal. (FAMA, 1980; JENSEN; MURPHY, 1990; LEE, 2003; DEVERS et al, 2007; KRAUTER, 2009).

Nesse sentido, Murphy (1999) salienta a *optimal contracting approach* (abordagem do contrato ideal), em que é assumida uma estrutura otimizada de remuneração para fornecer aos executivos incentivos eficientes para maximizar o valor da companhia. O contrato remuneratório entre acionistas e executivos é considerado importante para estabelecer o alinhamento de interesses entre os dois grupos. O desenho desse contrato remuneratório pode assumir várias tipologias de incentivos, como indicadores de *performance*, remuneração variável atrelada ao desempenho da companhia e opção para compra de ações da companhia.

A fim de atrelar a remuneração executiva ao desempenho da companhia, normalmente são adotados planos de incentivos, como a remuneração variável, que varia conforme o desempenho contábil apresentado pela companhia em determinado exercício e a concessão de *stock options*, que são contratos que concedem aos executivos o direito de adquirir ações a um preço de exercício preestabelecido, o que traz um maior envolvimento com a maximização do valor da companhia por parte dos executivos que adquirem estes ativos (HALL, 2000; MURPHY, 1998; BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998).

Coadunando com essa concepção, Frydman e Jenter (2010) observam que o valor da companhia tende a aumentar quando os executivos possuem uma maior posse de ações da firma, pois há uma maior convergência entre os interesses dos executivos e dos acionistas, o que incorre em menores custos de agência.

Compreender a relação entre remuneração executiva e desempenho torna-se relevante, perante o panorama dantes descrito, a fim de averiguar o alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, visando redução do clássico problema de agência.

Outrossim, Bootsma (2002) aborda que a aplicação de remuneração por desempenho pode diminuir a destruição de valor da companhia. Nessa linha

conceitual, empiricamente têm-se diversos trabalhos que encontraram fortes e fracas relações positivas entre remuneração executiva e desempenho, como os trabalhos de Jensen e Murphy (1990) e Hall e Liebman (1998) respectivamente.

Contudo, cabe ressaltar que os resultados de algumas pesquisas apresentam que o desempenho não tem sido significativo para explicar a remuneração executiva (JENTER; KANAAN, 2007; FUNCHAL; TERRA, 2006; DUFFHUES; KABIR, 2008). Os resultados, em geral, tem sido, portanto, divergentes e não conclusivos (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998; BOOTSMA, 2002). Este fato remete aos escândalos ocorridos em meio à crise financeira e imobiliária ocorridas em 2002 e 2008 respectivamente, em que muitas companhias americanas que estavam próximo à falência possuíam executivos com remunerações vultosas (VENTURA, 2012).

A ausência de relação entre remuneração e desempenho pode comprometer a efetividade dos resultados da companhia, pois os acionistas podem vir a pagar por resultados que nem sempre vão ao encontro daqueles que objetivam (CONYON et al, 1995; WAN, 2003; FUNCHAL, 2005).

Tem-se então um paradoxo que incita ainda mais o interesse de pesquisadores sobre a temática, ao passo que não há uma linha tênue entre os resultados obtidos. Entretanto a consistência da teoria da agência aponta para uma maior evidenciação da remuneração e adoção de boas práticas de governança corporativa, para que seja possível uma redução da assimetria informacional e maior monitoramento por parte dos acionistas, bem como adoção de sistemas de remuneração que possam direcionar os esforços dos agentes para o alcance dos objetivos estratégicos da companhia, a fim de que ocorra o alcance de níveis superiores de desempenho.

Bebchuk e Fried (2003) destacam que os altos ganhos dos executivos podem não ser um instrumento para redução do problema de agência, quando não são definidos os processos de definição da remuneração, ou seja, quando esta não ocorre de maneira transparente. Este fato reside no próprio problema de agência, que pode ser acentuado quando executivos em companhias com estrutura de propriedade dispersa possuem influencia substancial para decidir a própria remuneração. Desse

modo, a redução do conflito de agência, através da hipótese dos incentivos, só pode ocorrer se precedida de contratos concisos e transparentes.

Ademais, chama atenção no ambiente capitalista os altos ganhos dos executivos de grandes companhias no Brasil e no mundo. São veiculados na mídia os ganhos elevados, o que remete a reflexões da responsabilidade dos executivos em relação ao capital que eles administram. Esta atenção da mídia aumentou substancialmente após os escândalos das companhias Enron e Worldcom nos anos 2000. Nesse sentido, o tema vem sendo debatido, principalmente no que se refere ao estabelecimento de diretrizes gerais na estrutura remuneratória e um maior nível de *disclosure* da remuneração executiva e informações financeiras em companhias de capital aberto.

Desse modo o presente estudo enveredou-se em averiguar os fatores que explicam remuneração no contexto brasileiro, no âmbito da governança corporativa, estrutura de propriedade, indicadores de desempenho e características da companhia, buscando desse modo analisar se estes fatores estão atrelados aos contratos de incentivos conforme a teoria supramencionada. Em suma, buscou-se responder o seguinte problema de pesquisa: *Qual a relação existente entre remuneração executiva e desempenho em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA?*

1.2 Objetivo Geral e Específicos

Com base na problematização da pesquisa, descrita nos parágrafos anteriores desprende-se o objetivo geral da pesquisa: *Analisar a relação existente entre remuneração executiva e desempenho em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.*

A partir da construção do objetivo geral, são levantados alguns específicos, que são derivações daquele, exercendo relações intrínsecas e desvelando-se ao longo da pesquisa, assim seguem listados:

- *Investigar como o nível no seguimento de listagem, no âmbito da governança corporativa interfere na remuneração executiva.*

- *Verificar como o tamanho da companhia e do quadro de diretores impacta na remuneração executiva.*

- *Averiguar como o desempenho contábil e de mercado relaciona-se com a remuneração dos executivos na amostra selecionada.*

- *Identificar como a estrutura de propriedade relaciona-se com a remuneração executiva.*

- *Identificar se companhias com maior desempenho contábil e de mercado possuem maior probabilidade em adotar remuneração variável e concessão de opção por ações aos executivos.*

- *Verificar como se apresenta a relação dos percentuais da remuneração variável de curto e longo prazo e o desempenho das companhias.*

1.3 Justificativa e Contribuições da Pesquisa

O presente estudo é motivado pelo fato do tema ser atual e oportuno com o advento da Instrução Normativa 480 da CVM, que obrigou as companhias de capital aberto no Brasil a divulgarem dados concernentes à remuneração executiva, propiciando uma maior transparência em alinhamento com boas práticas de governança corporativa e permitindo avanços nos estudos empíricos sobre essa temática no Brasil.

O tema entrou em evidência principalmente após escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas com os altos salários e bônus pagos aos executivos norte-americanos, mesmo com suas respectivas companhias tendo apresentado

resultados deficitários. Desde então amentou-se os debates sobre questões normativas no meio acadêmico e também pela mídia e investidores.

A partir desses debates e maior atenção da mídia as companhias têm apresentado demanda por comitês de remuneração e maior discussão acerca da aprovação dos planos de remuneração, buscando estabelecer equilíbrio na compensação executiva de forma a evitar que o crescimento da remuneração dos principais executivos não acompanhe retorno aos acionistas.

Ademais, a remuneração é um importante incentivo para os executivos e gestores estarem alinhados com o interesse da companhia e maximização da riqueza dos acionistas. Dessa forma é relevante buscar compreender se a remuneração é atrelada ao desempenho em um cenário econômico que as companhias buscam vantagem competitiva e proteção aos interesses dos acionistas.

Nesse sentido a preocupação com a remuneração é crescente nas organizações, ao passo que se busca efetivá-la como um mecanismo de alinhamento de interesses. Para tanto companhias são cobradas pelos acionistas e pelo público e possuem perante estes demandas por: selecionar os gestores adequados, estabelecer um sistema de incentivos estratégico, mensurar a remuneração competitiva e próxima de uma faixa ótima, não incorrendo em riscos de remunerar em excesso ou de forma limitada e também apresentar transparência e evidenciação. Tais demandas configuram desafios e apontam para relevância do tema em comento.

Além da atualidade e importância do tema dantes elencadas, tem-se a divergência nos resultados dos estudos anteriores, mesmo em estudos internacionais, em que o tema foi muito mais abordado os resultados nem sempre podem ser comparados, o que demonstra a demanda por estudos para que abordem o tema, para que possa haver avanços em sua compreensão, principalmente no Brasil, em que os estudos ainda são incipientes.

Conquanto, este estudo inova no que tange a identificação não somente da relação entre remuneração total e desempenho, mas também na estrutura dessa remuneração financeira pesquisando a remuneração fixa e variável em um mesmo

grupo de companhias, bem como compreensão da associação entre remuneração de curto e longo prazo no desempenho, além do emprego de uma reunião de variáveis distintas de trabalhos anteriores com múltiplas modelagens econométricas a fim de buscar maior robustez nos resultados. Portanto, cabe dizer que o estudo possui um recorte diferente em relação aos demais trabalhos no Brasil.

Para Lopes e Martins (2007) a compreensão dos sistemas de incentivos aos executivos enriquece pesquisas na área contábil e propicia informações relevantes aos usuários, permitindo comparar as metas estabelecidas com a avaliação de resultados.

Desse modo os resultados deste estudo poderão ser utilizados como objeto de reflexão sobre o assunto por diversos tipos de usuários: pesquisadores, órgãos reguladores, investidores, acionistas, executivos e demais interessados no mercado de capitais, governança corporativa, sistemas de remuneração executiva e temas correlatos.

Deveras, tem-se como contribuição para academia a abordagem utilizada com emprego da combinação de diferentes variáveis para analisar os condicionantes da remuneração em um ambiente, o contexto brasileiro, que ainda possui poucos estudos que abordam o assunto com densidade, além da possibilidade de comparação com outros contextos como norte-americano, canadense, japonês, entre outros.

Os órgãos reguladores também podem beneficiar-se com a pesquisa, tendo em vista que norteia o campo da governança corporativa, focando em um importante mecanismo de *governance* que consiste no contrato de incentivos. Dessa forma as nuances apontadas pela pesquisa podem contribuir para compreender a efetividade deste mecanismo, principalmente no que se refere à melhoria na transparência das informações referentes à remuneração para ampliação de pesquisas e monitoramento deste panorama.

Deve-se considerar ainda a contribuição aos acionistas e investidores do mercado de capitais brasileiro e dos próprios executivos, que são envolvidos diretamente

ligados ao objeto da pesquisa. Desse modo tanto os usuários internos e externos das informações das companhias de capital aberto, podem verificar as evidências da pesquisa que remetem importância da governança corporativa e do alinhamento de interesses entre os executivos e acionistas, de modo que o valor da companhia seja maximizado.

Sendo assim este estudo justifica-se na perspectiva de enriquecer e complementar estudos anteriores que abordam remuneração executiva e *performance* organizacional buscando preencher as lacunas deixadas ampliando assim o conhecimento existente sobre o tema, além apontar novos horizontes e perspectivas para futuras pesquisas na área e contribuir para pesquisas nas áreas de governança corporativa, assimetria informacional e gerenciamento de resultados no âmbito da contabilidade positiva.

1.4 Delimitação da Pesquisa

Seguindo a linha de pesquisa do desenho da remuneração ótima (Pukthuanthong et al, 2004), o presente trabalho centrou-se no plano teórico do conflito de interesses entre acionistas e executivos, na perspectiva do problema principal-agente (JENSEN; MURPHY, 1990).

Foram abordados no estudo os incentivos monetários, qualificados como remuneração total e remuneração média individual, sendo assim não foram considerados benefícios não monetários, por sua dificuldade de mensuração e ausência de evidenciação por parte das companhias. Adicionalmente foi verificada a estrutura do plano de incentivos por meio da análise dos fatores que explicam a remuneração variável por desempenho e concessão de plano de opção por ações.

Para análise dos fatores que explicam remuneração foram considerados o desempenho, por meio de indicadores contábeis e indicadores de mercado, medidas que mensuram as características das companhias, como tamanho destas em valor de ativos e tamanho dos seus respectivos quadros de diretores executivos, bem

como a estrutura de propriedade e o seguimento de listagem no âmbito da governança corporativa. Dessa forma buscou-se identificar em que medida ou relação estatística esses fatores podem determinar a remuneração total dos executivos ou a probabilidade das companhias adotarem políticas de bonificações e *stock options* em seus planos de incentivos.

Na concepção do universo de companhias brasileiras de capital aberto selecionaram-se as mais líquidas em negociações na bolsa de valores BM&BOVESPA. Foram consideradas observações dos períodos de 2010 a 2012 em decorrência da acessibilidade de dados para este período. As informações são de dados secundários extraídos do software *Economática,* do software *Thomson Reuters* e da seção 13 dos Formulários de Referência das companhias disponíveis no portal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

1.5 Estrutura da Dissertação

Após esta introdução, capítulo 1, o trabalho apresenta os aportes teóricos que sustentam o problema e as hipóteses de pesquisa no capítulo 2. Em seguida, no capítulo 3 são apresentados os aspectos metodológicos, a base e tratamento de dados bem como os pressupostos econométricos. Em sequência, no capítulo 4, é apresentada a análise de resultados descritivos e interpretação inferencial dos resultados. Finalmente, no capítulo 5, são realizadas as considerações finais com limitações da pesquisa e possibilidade para futuras pesquisas no eixo temático da remuneração executiva.

2 RERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são apresentados os aportes teóricos que sustentam esta pesquisa empírica. Para fins de melhor compreensão, este capítulo foi organizado com uma discussão inicial sobre governança corporativa, abordando o problema de agência e a hipótese do plano de incentivos, bem como os mecanismos internos e externos de governança. Por conseguinte são salientados aspectos do mercado de capitais, principalmente no âmbito brasileiro. São discutidos ainda sistemas de remuneração executiva, com foco na remuneração financeira e finalmente aspectos do desempenho e sua relação como remuneração.

2.1 Governança Corporativa

A temática governança corporativa tem recebido nas últimas décadas muita atenção em estudos acadêmicos no Brasil e no mundo (FUNCHAL, 2005). O crescente interesse por pesquisas na área ocorre devido alguns fatores, tais como muitas privatizações, fusões e aquisições, desregulamentação e integração do mercado de capitais crises financeiras em mercados emergentes, escândalos contábeis e falências de grandes empresas, principalmente nos Estados Unidos (BETCH et al., 2002; FUNCHAL,2005).

Para Blair (1995) governança corporativa trata-se de um conjunto de normas legais, culturais e arranjos institucionais que determina as ações, o controle e o monitoramento das empresas de capital aberto. Esse conjunto de práticas determina, portanto, o que as companhias de capital aberto podem fazer, como seu controle é exercido e como são alocados seus riscos e retornos. A governança corporativa situa-se como uma série de mecanismos para atenuar problemas de agência preconizados na Teoria da Agência. Jensen e Murphy (1990) definem a relação de agência como uma espécie de contrato em que o(s) principal(is) admite que outra pessoa denominada agente execute em seu nome, serviços da firma. Desse modo o poder para tomada de decisões é delegado para o agente que no

objetivo de maximizar seus ganhos pode agir em desalinhamento com os interesses do principal.

Hart (1995) salienta que a governança corporativa atua como um conjunto de práticas que prima por abrandar os custos de capital da companhia. Para tanto é necessário reduzir os problemas de assimetria informacional entre o principal e o agente com o estabelecimento de uma relação contratual.

Para atenuar este problema de agência, o principal pode aplicar incentivos ao agente, além de incorrer em custos de monitoramento a fim de evitar desvios do agente. Jensen e Murphy (1990) abordam que é em geral “impossível para o principal estabelecer uma relação com o agente a custo zero”, tais custos incorridos são chamados de custos de agência, que os autores classificam como a soma de: custos de estruturação de contratos entre principal e o agente; gastos com o monitoramento das atividades; despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; e perdas residuais em decorrência de divergências entre decisões do agente e do principal.

A partir da lógica que tecnicamente não há possibilidade de um contrato completo, Hart (1995) salientam que as práticas de governança corporativa podem atuar como uma forma de preencher lacunas que não foram especificadas no contrato inicial. Dessa forma a governança corporativa estabelece práticas para reduzir a informação assimétrica após o contrato entre os acionistas e os executivos, auxiliando assim o alinhamento de interesses em busca da maximização de valor e o monitoramento da relação contratual.

A concepção do problema de agência consiste na base para compreensão dos problemas de governança corporativa, pois é a partir desses problemas que se estrutura o nível de governança mais adequado para assegurar que as decisões corporativas serão tomadas em prol ao interesse dos investidores. Sendo os arranjos institucionais da governança corporativa tentam garantir a maximização do retorno dos investidores da firma.

Desse modo a Governança Corporativa propicia um sistema de mecanismos para harmonizar a relação entre principal e agente e reduzir os custos de agência, numa separação de controle e propriedade (SILVEIRA, 2009). Nessa dinâmica, tem-se o intuito de potencializar a tomada de decisão pelos gestores que venham maximizar a riqueza dos acionistas. Com efeito, a governança corporativa pode ser vista como um sistema para atenuar as divergências na relação agente e principal.

Os executivos possuem determinado grau de liberdade para atuarem em seus mais variados campos, contudo sofrem pressões internas e externas dos diversos interessados da companhia e em contrapartida também possuem seus próprios interesses. Frente a este grau de liberdade dos executivos, a contabilidade possui o papel de regular e controlar os contratos entre a empresa e seus *stakeholders*, a fim de que os gestores utilizem mecanismos eficientes para gerenciamento das informações contábeis e potencialização do valor da firma (SILVA, 2010).

Neste contexto a Teoria Positiva da Contabilidade, preconizada por Watts e Zimmerman (1986), preocupa-se com estudos que expliquem e prevejam as ações dos gestores, em razão destes atuarem diante de uma série de variáveis. Algumas variáveis são tangíveis, outras não são facilmente mensuráveis e na medida em que os estudos na área contábil avançam surgem mensurações mais adequadas para certas lacunas, mas também novas variáveis que demandam outros estudos. Nesse sentido, Hart (1995) destacam a importância da contabilidade em um ambiente com assimetria informacional, onde se faz necessários mecanismos de controle que coadunam com práticas de governança corporativa.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) os gestores nem sempre agem com o objetivo de maximizar os ganhos do principal. Para equalizar essa relação, o principal cria sistemas de incentivos para seus agentes a fim de alinhar seus interesses com os da corporação, tentando assim direcionar as ações do agente a obter níveis de desempenho desejáveis.

Ademais, os acionistas de empresas de capital aberto possuem as ações de uma determinada empresa e não a corporação propriamente dita. Quem atua no controle de tais empresas são seus presidentes e executivos, que perante a

discricionariedade que possuem na tomada de decisão podem agir em certos momentos em função dos seus próprios interesses (DENSETZ, 1967). Com efeito, essa divergência de interesses pode impactar diretamente nas decisões financeiras e estratégicas das corporações, resultando assim na não maximização da riqueza dos acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Infere-se que o distanciamento entre propriedade e controle inserido nas corporações propicia o problema de agência (MURPHY, 1998). Perante essa relação conflituosa entre principal e agente, propriedade e controle, tem-se o custo de agência, que seria o nível de perdas de riqueza incorridas por uma firma em razão de tais conflitos (JENSEN; MECKING, 1976). Com efeito, um sistema de remuneração atraente poderia minimizar os custos de agência, pois pode conduzir o agente a buscar a maximização do valor da firma.

Para Rao e Lee-Sing (1995) existe uma hipótese de que as divergências entre principal e agente seria significativamente diminuída se a remuneração do agente estivesse muito mais relacionada ao desempenho da companhia. Por outro lado, sem políticas e controle adequados de remuneração o agente pode gerenciar o resultado ao seu interesse, manipulando os lucros e os preços das ações para atingir maiores salários e bônus.

A Teoria da Agencia reflete que o ser humano possui uma tendência a buscar seus interesses próprios, ou seja, possuem uma propensão ao oportunismo. Para Silva (2010) além de estudar esse oportunismo que gera conflito de agência a teoria sugere formas de atenuar os problemas de agência, reduzindo assim seus riscos.

Para Hart (1995) a governança corporativa pressupõe a presença de duas condições. A primeira condição seria a presença de um conflito de agência e a segunda os custos de transação, que são oriundos da necessidade de estabelecer algum tipo de contrato para atenuar os conflitos de agência. Perante este contexto, a governança corporativa busca compreender como a empresa é dirigida e controlada visando harmonizar as relações entre o Principal e o Agente (CONYON; LECH 1994).

Ademais, é substancial salientar que, a teoria positiva da Contabilidade tem engajado muitos estudos nas últimas décadas na perspectiva da *Teoria Oportunística*, que parte da premissa de que os agentes tomam decisões em benefício próprio (SILVA, 2010). Decorrem, portanto dessa premissa três fatores principais que tem recebido maior atenção na literatura relacionada à Teoria Positiva: a hipótese do grau de endividamento, a hipótese dos tamanhos dos custos políticos e a hipótese do plano de incentivos (WATTS E ZIMMERMAN, 1986).

Algumas companhias conseguem atrair recursos de investidores mesmo com o problema de agência, pois possuem boa reputação no mercado de capitais ou em decorrência de otimismo excessivo por parte dos investidores. Contudo nem sempre uma firma consegue atrair capital sem conceder poder aos investidores. Essa concessão se divide em dois pilares da governança corporativa que seria a proteção legal aos investidores contra expropriação dos agentes e a maior concentração da propriedade por parte de grandes investidores que possuem um maior poder de controle para reduzir o problema de agência gerencial (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2009).

Os sistemas de governança pelo mundo são diferentes, pois cada país possui sua estrutura política, econômica e legal. A discussão da estrutura de governança parte do problema de agência e da assimetria informacional entre os executivos e os acionistas e países que possuem um sistema de governança mais desenvolvido possuem uma estrutura de proteção legal aos investidores, de modo que estes sintam-se mais seguros para concretização dos investimentos, fortalecendo assim o mercado de capitais (JENSEN et al, 1994; RABELO E VASCONCELOS, 2002; FUNCHAL, 2005).

Para Silveira (2010) existem dois benefícios fundamentais nas boas práticas governança para as corporações em geral: os benefícios externos associados à maior oportunidade de captação de recursos e à redução do custo de capital e os benefícios internos interligados ao desenvolvimento do processo decisório da alta gestão, a menor probabilidade de fraudes e a maior transparência perante os *stakeholders* da empresa.

Tais aprimoramentos são os motivos para destacar empresas com melhores práticas de governança, pois acarreta em maior demanda dos investidores pelos seus papéis propiciando um aumento no valor da empresa e numa redução da taxa mínima de atratividade aumentando o número de projetos e rentabilidade dos projetos já existentes (SILVEIRA, 2010).

2.1.1 *Sistema de governança no Brasil e seus mecanismos internos e externos*

Para o IBCG (2009) as boas práticas de governança corporativa podem ser traduzidas em seguimentos de determinados princípios que tem como objetivo alinhar interesses para aperfeiçoar o valor da companhia, propiciando crescimento, longevidade e facilitando o acesso a recursos.

A figura 01 representa os princípios e pilares que sustentam a prática de um sistema governança corporativa que no qual as organizações são dirigidas, controladas e monitoradas envolvendo os relacionamentos com sócios, conselho de administração, Diretoria, Auditoria e Conselho Fiscal.

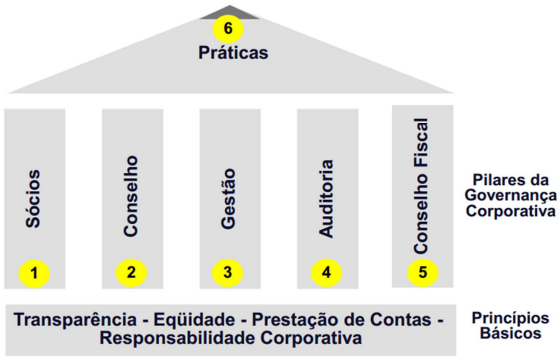

Figura 1 - Princípios e Pilares da governança corporativa
Fonte: Brandão (2010)

Para Brandão (2010) os princípios da governança corporativa são as bases que sustentam os pilares que por sua vez norteiam as boas práticas de governança. A transparência possui o intuito de disponibilizar aos seus *stakeholdes* que sejam de seus interesses e que vão além das exigências legais. A transparência estabelece um clima de maior segurança entre as partes interessadas. Outro princípio consiste na equidade e caracteriza-se pelo tratamento isonômico entre todas as partes interessadas. Dessa forma as companhias devem buscar atitudes e políticas

equivalentes aos interesses de todos. Tem-se ainda outro princípio que se refere à prestação de contas pelos agentes de governança. Finalmente o princípio da responsabilidade corporativa que se trata de uma visão mais ampla da estratégia empresarial envolvendo considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios.

Para atenuar os custos de agência é preciso um sistema de controle eficiente que prime pelo alinhamento de interesses das partes envolvidas e na redução da assimetria informacional. Esses mecanismos de controle podem são classificados normalmente em duas categorias: internos e externos.

Um dos temas mais discutidos pela academia e literatura voltada para os negócios corporativos versa sobre como devem ser estruturados e organizados os mecanismos de governança corporativa a fim de reduzir os conflitos e custos de agência motivando os agentes a tomarem decisões que potencializem o desempenho das companhias (COLES et al., 2001; FUNCHAL, 2006)

Silveira (2010) salienta que um sistema de governança eficiente deve combinar diferentes mecanismos internos e externos com objetivo de garantir escolhas no melhor interesse dos acionistas ao longo prazo.

Os mecanismos internos podem ser desenvolvidos pela própria empresa, tais como conselho de administração, concentração acionária e sistema de remuneração que consiste no objeto principal dessa pesquisa. Já os mecanismos externos são práticas de governança de agentes externos à corporação, tais como proteção legal aos acionistas, controle da empresa no mercado e mercado de trabalho executivo (JENSEN; MURPHY, 1990; FUNCHAL, 2006; SILVEIRA, 2010).

O conselho de administração, um dos mecanismos internos de governança, representa os interesses dos acionistas e possui como principal responsabilidade aprovar, monitorar e implantar as escolhas gerenciais dos executivos (FAMA e JENSEN, 1983).

A concentração acionária da empresa consiste em outro mecanismo de governança, pois estruturas de propriedade altamente concentradas incorrem em maior monitoramento e cobrança de desempenho dos executivos, contudo podem gerar decisões desfavoráveis aos acionistas minoritários. Já estruturas de propriedades mais desconcentradas resultam em companhias com estrutura mais profissional, mas, em contrapartida, remetem um poder excessivo aos executivos incidindo em maiores custos de controle, como sistemas de remuneração distorcidos (SIVEIRA, 2010).

Para Byrd (1998) a posse de ações por executivos da companhia, consiste em mais um mecanismo interno de governança, pois estes estariam mais propensos em buscar melhorias no desempenho da companhia e tomar decisões mais eficientes acerca dos investimentos.

Finalmente o mecanismo interno relacionado ao sistema de remuneração, que para Silveira (2010) é um mecanismo chave para boa governança da empresa, pois busca o alinhamento de interesses dos executivos aos dos acionistas e leva a um maior comprometimento dos executivos com os resultados da companhia. Byrd (1998) destaca que esse mecanismo é crucial para um bom sistema de governança corporativa.

Entre os mecanismos externos tem-se a proteção legal aos investidores que trata do ambiente regulador que no qual a companhia está inserida, assim como a fiscalização dos agentes de mercado, tais como agências classificadoras de risco, analistas de ações dentre outros, que podem aumentar a pressão por escolhas gerenciais que busquem potencializar o valor da empresa no mercado (SILVEIRA, 2010).

Um ambiente legal e regulatório é essencial para o estabelecimento de uma adequada estrutura de governança. A regulação apropriada transmite maior segurança aos investidores estimulando o ambiente de negócios. O mercado espera que as normas legais garantam proteção aos minoritários, transparência, direito a votos, representação adequada dos acionistas minoritários e majoritários no conselho (ANDRADE E ROSSETTI, 2004).

Silveira (2010) aponta que o grau de competição do mercado também consiste em um mecanismo externo de governança, ao passo que se espera um grau de eficiência maior em empresas que enfrentam fortes concorrências nos mercados dos seus produtos, uma vez que estas vivem num ambiente mais hostil e de forte competição não deve ser admitir margens de erros que ou tomada de decisões destruidoras de valor.

A literatura destaca também o mecanismo que concerne na fiscalização pelos agentes de mercado, que seria a fiscalização realizada pelos próprios participantes do mercado, como analistas e agências classificadoras de risco. Dessa forma uma maior fiscalização advinda desses agentes pode pressionar escolhas gerenciais que maximizam o valor da companhia (SILVEIRA, 2010).

Byrd et al (1998) apontam que o mercado de trabalho executivo também trata-se de um mecanismo externo de governança, pois o desempenho do executivo no exercício do seu cargo atual impacta nas suas futuras oportunidades de emprego, desse modo o executivo tem mais esse motivo para buscar decisões gerenciais que maximizem o valor da firma em detrimento de vantagens pessoais.

Por fim, o mecanismo externo relacionado à dívida e dividendos. Este elemento reside no fato de que empresas com alto grau de endividamento geram a obrigação aos executivos de distribuírem o fluxo de caixa aos credores e acionistas, reduzindo a discricionariedade na alocação dos recursos corporativos. Além dessa questão, o endividamento pode produzir um efeito motivacional, tendo em vista que o aumento do risco de falência pode vir a induzir os executivos de absterem-se de perseguir vantagens do ponto de vista pessoal (BYRD, 1998; SILVEIRA, 2010; FUNCHAL, 2005).

Em decorrência da importância da governança corporativa tem-se buscado cada vez melhores práticas, desde incentivos de mercado em razão do aumento da competitividade até iniciativas institucionais e governamentais (SILVEIRA, 2002). No mercado de capitais brasileiro foi instituída em 2001 a Lei 10.303 que estabelece uma reforma da lei das sociedades anônimas com objetivo de estabelecer uma maior proteção aos minoritários. O BNDS tem adotado como requisitos preferenciais

para concessão de empréstimos a adoção de boas práticas de governança e além da CVM instituir recomendações de boas práticas de governança corporativa, agentes importantes do mercado de capitais têm editado códigos de governança que são guias que apontam boas práticas de governança recomendadas pelo instituto Brasileiro de Governança Corporativa (SILVA, 2006).

Um importante advento com o objetivo de melhorar as práticas de governança no Brasil foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa em 2001, que foram inspirados na experiência do *neuer markt* alemão. O processo de inovação tido nessa experiência é que não houve necessidade do estabelecimento de nova legislação, não impactando, portanto, em empresas que já possuíam seu capital aberto mas optaram por continuar listadas em mercados tradicionais com mecanismos de governança corporativa mais fracos. (SILVA, 2006; CARVALHO, 2002)

Os níveis de governança corporativa foram criados com intuito de destacar empresas comprometidas com melhores práticas de *governance.* Sendo assim as companhias podem aderir voluntariamente a três níveis distintos criados pela Bovespa: níveis 1 e 2 e novo mercado.

De acordo com Silveira (2002) empresas listadas no nível 1 comprometem-se com maior transparência nas informações ao mercado e com a dispersão acionária. Os principais mecanismos exigidos para empresas listadas no nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital;

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;

- Cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de

emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

- Divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*);

- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Já as companhias listadas no nível 2 englobam todas obrigações do nível 1 e mais uma gama de práticas de governança e direitos adicionais para os acionistas minoritários (SILVEIRA, 2006). Algumas dessas práticas e direitos são elencadas nos parágrafos subsequentes.

- Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;

- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);

- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;

- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado, por sua vez, estabelece um padrão de governança corporativa altamente diferenciado e exige que as empresas atendam os preceitos do nível 2 e

que decidam emitir apenas ações ordinárias em detrimento das ações preferenciais, além de práticas de governança adicionais às que são exigidas pelo aparato legal. Desse modo são relacionadas nos próximos parágrafos algumas regras do Novo Mercado:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;

- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);

- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;

- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);

- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;

- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;

- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Com o intuito de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, a BM&FBOVESPA criou também o *Bovespa Mais*, voltado para pequenas e médias

empresas que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores interessados no potencial de desenvolvimento destas.

Dessa forma os incentivos de mercados somados com as medidas legais, governamentais e institucionais podem contribuir para o fortalecimento das boas práticas de governança corporativa e consequentemente do mercado de capitais brasileiro, propiciando maior nível de proteção aos investidores que dessa forma se sentirão mais seguros que obterão maiores retornos, ficando assim dispostos a pagar maiores valores pelas ações. Com efeito, as empresas aumentariam o emprego da alternativa do mercado de capitais para capitalização e financiamento de seus negócios. Silveira (2002) classifica tais relações como um círculo virtuoso proposto para governança corporativa no Brasil.

2.2 Remuneração Executiva

O presente estudo concentra-se na hipótese do plano de incentivos, e tem seu aporte teórico baseado na remuneração executiva que compõe esse plano de incentivos e os fatores que explicam essa remuneração, no que se refere à governança corporativa e ao desempenho organizacional no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. Para Jensen e Meckling (1976), o contrato de incentivos trata-se de um mecanismo de governança parcial para o problema de controle de dos gestores, uma vez que um programa de incentivos adequado pode alinhar os interesses dos gestores ou executivos aos dos acionistas e consiste em uma prática de governança interna.

A busca de um contrato de incentivos adequado é importante para estabelecer um contrato ótimo e minimizar os problemas de agência ou reduzir os seus custos, ou seja, um elemento que pode auxiliar na redução dos conflitos de interesses entre principal e agência. Fama (1980) assevera que um sistema de incentivos pode ser composto por uma gama de elementos, tais como opções para compra de ações, distribuição de propriedade, incentivos variáveis conforme desempenho ou ainda ameaça de demissão em caso de desempenho abaixo do esperado.

Por outro lado, Fama (1980) salienta que quando o executivo implementa melhores decisões ele não é o principal beneficiário das riquezas produzidas por essas decisões. O que acarreta no aumento dos conflitos de agência, demandando assim políticas e mecanismos de governança adequados para conduzir o agente à maximização do valor da companhia.

Nesse contexto o objetivo de reduzir o problema de agência, pode gerar um agravante. Os Executivos possuem um autocontrole sobre os termos do contrato e podem manipular os dados contábeis e gerenciar resultados a fim de potencializar suas respectivas remunerações. Desse modo não se pode esperar que somente os contratos de incentivos resolvam o problema de agência (SILVEIRA, 2009).

Compreendendo, portanto o plano de incentivos como um dos mecanismos internos de governança, pode-se adentrar no contexto das organizações para traçar a estrutura remuneratória com um sistema fundamental para gestão empresarial, pois incentiva a busca por melhores desempenhos além de alinhar o objetivo do agente com o principal. Desse modo a remuneração executiva tem o intuito de premiar ou punir os executivos conforme o desempenho apresentado pela companhia. (CONYON et al., 2000).

Com o objetivo de alinhar o comportamento dos gestores aos objetivos organizacionais (BÁLKIN E GÓMEZ-MEJIA, 1987), a remuneração dos executivos tende a ser elaborada de forma a incentivar os executivos a agirem na busca pela riqueza dos acionistas (JENZEN; MURPHY, 1990). No contexto das atuais corporações, este modelo de compensação pode ser classificado em remuneração financeira e não financeira (DUTRA, 2002; KRAUTER, 2009). A figura 2 representa esse conceito.

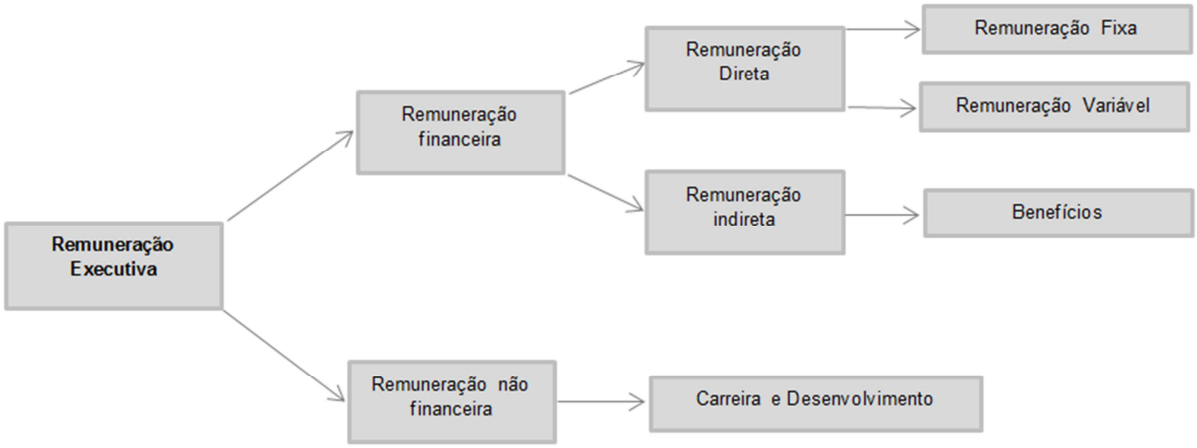

Figura 2 - Conceito de Remuneração
Fonte: Adaptado de Krauter (2009).

A remuneração financeira é classificada em remuneração direta e indireta. A remuneração direta consiste na soma do salário fixo mensal e da remuneração variável. O salário fixo depende do setor de atuação e tamanho da empresa, bem como da função desempenhada pelo executivo e é pago de maneira regular independente dos resultados alcançados (DUTRA, 2002).

Já o salário variável é composto por planos de bônus anuais, participação nos lucros e resultados e opções de ações. Essa remuneração varia conforme o desempenho apresentado pela empresa e pelo executivo e normalmente é vinculada a metas preestabelecidas. (DUTRA, 2002; DEVIDÉ JUNIOR, 2010).

Em contraponto, a remuneração indireta relaciona-se aos benefícios diretos e indiretos que não incorporam aos salários fixos e variáveis enquanto que a remuneração não financeira está vinculada as possibilidades de crescimento pessoal e profissional na carreira.

Este trabalho foca na remuneração financeira direta, considerando a remuneração fixa e a remuneração variável e na remuneração financeira indireta, considerando os benefícios que são de divulgação exigível. Já a remuneração indireta não será considerada para fins deste estudo, em razão das empresas não estarem obrigadas a divulga-las, incorrendo na falta de dados acerca dos mesmos.

Xavier et al (1999), elencam as formas de remuneração variável mais utilizadas no Brasil. Alguns modelos de remuneração são empregados apenas aos níveis hierárquicos mais altos, que seria o caso da diretoria executiva. O quadro 01 demonstra alguns desses modelos de remuneração variável.

Bônus/Gratificação	Empregado em empresas de grande porte para remunerar sua cúpula executiva. Os valores são pagos em um determinado intervalo de tempo conforme o desempenho obtido.
Comissão	Trata-se de um percentual sobre o volume de vendas. Muito utilizado nas áreas comercias.
Incentivos/campanhas	Usado para estimular o alcance de determinadas metas.
Participação nos resultados	Remuneração ocorre em razão do alcance de metas negociadas entra a organização e seus funcionários previamente.
Participação nos lucros	Distribuição de uma porcentagem nos lucros, por meio de critérios definidos previamente.
Participação acionária	Incentivo em longo prazo, destinada a alta gestão. Consiste na distribuição ou direito de adquirir ações a um preço facilitado que podem ser negociadas após um período pré-determinado.

Quadro 1 - Alternativas de Remuneração Variável
Fonte: Adaptado de Xavier et al (1999)

Complementando esta abordagem, Murphy (1999) relata que por mais que exista uma heterogeneidade de formas de remuneração, a maior parte dos pacotes de remuneração financeira das grandes companhias envolvem três componentes básicos: O salário base, bônus atrelado ao desempenho contábil, que são considerados incentivos de curto prazo, e opção por ações, que correspondem incentivos em longo prazo.

Desse modo os sistemas de remuneração possuem desenhos diferentes, mas sempre passam por estratégias de governança corporativa que primam pelo alinhamento de interesses de executivos e acionistas. Essas estratégias são traçadas principalmente a partir da remuneração variável que é estabelecida com base no desempenho e geração de riqueza para os acionistas.

Perante este contexto a estrutura de remuneração variável normalmente é dividida em incentivos de curto prazo e longo prazo. No primeiro tipo de incentivos é atrelado às metas de desempenho de curto prazo, logo consistem no pagamento de bônus ou participação nos lucros e resultados com base medidas de desempenho e lucratividade do ano corrente. Já os incentivos de longo prazo são orientados para

desempenho de mais de um período e norteiam a elevação do preço das ações e do valor da companhia. Essa remuneração pode ser estabelecida com a remuneração baseada em ações em que remunera-se o executivo com ações, de forma a torná-lo acionista da companhia, e remuneração baseada em opções que consiste no direito de comprar determinado número de ações em alguma data futura com preço determinado (TIROLE, 2006). A figura 03 demonstra o pacote de remuneração variável em incentivos de curto prazo e de longo prazo.

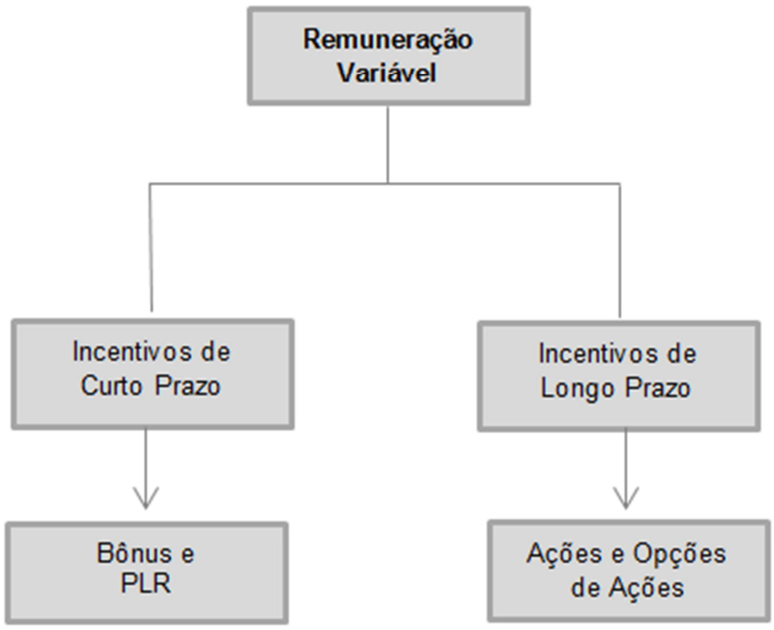

Figura 3 - Remuneração variável executiva
Fonte: Conyon, (1999); Larrate, (2013)

Os incentivos de curto e longo prazo apresentam aspectos positivos e negativos e devem ser equilibrados buscando potencializar seus pontos fortes. Blocher et al (2007) destacam que os bônus possuem como vantagem o fato de serem facilmente compreendidos, evitando ruídos e incertezas do gestor em relação a compensação do seu esforço. Em contrapartida, tais incentivos podem estimular a manipulação de dados contábeis, conhecida como gerenciamento de resultados, para haver aumento na bonificação anual. Outro aspecto negativo relacionado aos bônus de curto prazo é que o executivo pode vir a privilegiar metas de curto prazo em detrimento da agregação de valor em longo prazo.

Nesse sentido os incentivos de longo prazo são estrategicamente estruturados para atenuar os vieses do curto prazo. A principal vantagem destes logra-se no fato de serem essencialmente compatíveis com os interesses dos acionistas (LARRATE, 2013). Contudo estes também apresentam aspectos negativos em decorrência de riscos excessivos que os executivos podem vir a submeter à companhia para aumentar o valor de suas ações (SHELEIFER; VISHNY, 1997). Ademais os incentivos de longo prazo estão sujeitos a fatores exógenos incontroláveis e demandam serem equilibrados para não sujeitar a companhia a grandes riscos. O quadro 02 resume os aspectos positivos e negativos dos tipos de remuneração variável.

Tipo de Remuneração Variável	Aspectos Positivos	Aspectos Negativos
Incentivos de curto prazo (bônus; PLR).	Medidas de desempenho econômico que podem ser facilmente compreendidas.	Foco apenas no curto prazo Estimula relatórios incorretos.
Incentivos de Longo Prazo (Ações e Opções de ações)	Mais associada ao interesse dos acionistas.	Estimula investimento com grandes riscos Sujeitos a fatores incontroláveis.

Quadro 2 - Tipos de remuneração variável: aspetos positivos e negativos.
Fonte: Adaptado de Larrate (2013) e Blocher et al (2007)

Os contratos de incentivos com altos potenciais de ganhos em curto e longo prazo propiciam significativas oportunidades de auto negociação para os executivos que podem manipular dados contábeis ou alterar a política de investimentos da companhia em benefício próprio. Portanto é preciso dosar os incentivos a fim de evitar que o mecanismo de governança acentue problema de agência e gere comportamentos indesejáveis. Para Conyon (2006) o acionista procura por sistemas ótimos de remuneração que sejam capazes de assegurar que seus executivos não maximizem sua própria utilidade, mas que busquem aperfeiçoar o valor e os interesses da empresa. Rossetti e Andrade (2011) destacam que, os contratos de incentivos, numa concepção de política de remuneração, podem possuir um comitê de remuneração com conselheiros independentes, conselheiros remunerados por ações da companhia e remuneração de executivos vinculada a um desempenho projetado e alinhada ao interesse dos acionistas com metas claras e definidas.

Os principais estudos sobre remuneração executiva surgiram no início de 1980 em conjunto com a teoria de agência, em que o agente e o principal possuem interesses

díspares. Contudo o tema passou a ser mais apreciado quando a remuneração executiva tornou-se uma questão pública nos EUA (MURPHY, 1998; FUNCHAL, 2005).

Em conjunto com uma série de mudanças nos mercados financeiros e na geopolítica mundial ocorridas nos anos 1990, aumentou a importância de acompanhar os sistemas de remuneração das empresas com capital aberto (FUNCHAL 2005). Contudo essa importância ficou ainda mais evidenciada nos anos 2000 com o destaque negativo à remuneração dos executivos em meio a crise financeira (SILVA, 2010) e com advento de escândalos interligados às falhas e abusos nos sistemas de remuneração de executivos e ações de empresas superavaliadas, ancoradas em muitos casos na prática da contabilidade criativa, como os casos ocorridos na *Enrom* e na *WorldCom* (FERRARINI; MOLONEY; UNGUREANU, 2009).

A evidenciação da remuneração dos executivos tem preocupado entidades reguladoras, autoridades legais e participantes do mercado de capitais (LAZARIDES; PITOSKA, 2009). Com adventos de escândalos, envolvendo fraudes contábeis, as corporações passaram a ser incentivadas a melhorar o nível de evidenciação da remuneração dos executivos e inserir este elemento nas boas práticas de governança corporativa. (SILVA, 2010)

Souza e Borba (2007) salientam que há uma expressiva produção acadêmica sobre a remuneração executiva no exterior e a evidenciação dessa variável tornou-se recorrente não somente em estudos científicos, mas também pela mídia e interessados no mercado de capitais.

No Brasil essa evidenciação ainda é incipiente, mas passou a ser mais disseminada com a Instrução Normativa nº 480 da CVM, que tornou obrigatória a evidenciação da remuneração de executivos de companhias. A tendência é de adoção de regras mais rígidas no controle e na divulgação da remuneração dos executivos, o que pode propiciar melhores práticas de governança corporativa e permitir estudos mais abrangentes nos meios acadêmicos e análises mais contundentes pelos analistas de investimentos.

Desse modo a publicação da remuneração máxima, média e mínima, dentro da diretoria e do conselho de administração de cada uma das companhias abertas é considerada com um ponto relevante para maior transparência das companhias de capital aberto no Brasil e através dela poderá se verificar eventuais distorções existentes, tais como o pagamento de altos valores de bônus enquanto a empresa se encontra no prejuízo, como aconteceu com parte das empresas estrangeiras durante a recente crise mundial (MORENO, 2013).

Com efeito, a remuneração executiva tem ganhado destaque tanto em estudos acadêmicos quanto para sociedade em geral. Contudo pesquisas que abordam a temática no Brasil até 2009 eram mais limitadas, principalmente em decorrência da restrição dos dados dos disponíveis, o que impedia trabalhos de cunho quantitativo. A partir de então houve uma ampliação das possibilidades de estudos, que tende a aumentar gradativamente com a melhor qualidade na evidenciação da remuneração executiva.

A política de remuneração da firma, de acordo com BAKER *el al* (1988) possui três dimensões independentes: o nível, a forma funcional e sua composição. O nível é o valor total que compõe o pacote de remuneração da firma. Enquanto a forma funcional estabelece e relação entre pagamento e desempenho. Por sua vez a composição define a quantidade de componentes do pacote, tais como dinheiro, benefícios e demais incentivos.

Esta pesquisa centra-se no eixo da forma funcional que prima pelo estudo da remuneração e os respectivos desempenhos dos executivos. Essa relação aproxima-se da teoria da agência e vem sendo mais explorada nos estudos acadêmicos, vez que as demais abordagens são facilmente identificadas por empresas de consultoria (FUNCHAL e TERRA, 2006).

Perante os escândalos envolvendo fraudes contábeis ocorrida no início dos anos 2000 os EUA tomaram uma série de medidas para aumentar as exigências na divulgação e transparência da remuneração executiva. Antes mesmo dos escândalos a *Securities and Exchange Commission* (SEC) já havia aumentado às exigências da evidenciação as exigências do *disclousure* da remuneração executiva,

contudo após tal advento ocorreram várias emendas para aumentar o nível de exigência. Além do poder normativo dos órgãos reguladores, a opinião pública também contribui para que haja informações úteis acerca da remuneração executiva para os usuários externos às companhias (FERREIRA, 2012).

Nunes e Marques (2005) destacam que os EUA influenciaram a remuneração dos executivos brasileiros por meio de empresas norte-americanas instaladas no Brasil, impactando também no processo de regulamentação e busca por maior evidenciação da compensação dos executivos.

A Instrução normativa 480/2009 que entrou em vigor a partir de 2010, propicia uma evolução no que se refere à evidenciação em companhias abertas no Brasil, diante de um cenário econômico em que o país busca tornar-se um relevante agente no mercado global.

O artigo 13 da instrução estabelece que os emissores devem enviar à CVM as informações periódicas e eventuais, conforme conteúdo, forma e prazos estabelecidos. No apêndice B são elencados os itens de *disclousure* obrigatório da compensação de executivos constante no Anexo 13 da IN 480.

Ademais, esta pesquisa emprega a *remuneração total* e *remuneração média individual* conforme os critérios da instrução normativa IN 480 da CVM, que considera variados tipos de compensação financeira direta e indireta.

2.2.1 Estudos Internacionais

Em pesquisas internacionais existem uma gama de estudos quantitativos que analisam a remuneração executiva relacionando-a com diversas variáveis, como tamanho, desempenho e governança corporativa. São destacados nos parágrafos subjacentes os resultados de alguns desses estudos.

Murphy (1985) realizou um estudo sobre a associação da remuneração executiva com o desempenho de 72 maiores companhias americanas de 1964 a 1970. Em

modelos estimados com dados em painel pelo método MQO empregou como variável dependente a remuneração individual e também os itens que compõe essa remuneração: salário fixo, bônus, *stock options* e benefícios diretos e indiretos. Os resultados demonstraram forte relação com as variáveis dependentes do estudo e a variável independente de interesse, o desempenho das companhias.

Jensen e Murphy (1990) verificaram a remuneração executiva no mercado norte-americano e contatou relação positiva entre remuneração e valor das companhias. O estudo apontou que a remuneração do CEO dos EUA aumenta $3,25 para cada $1.000 de aumento na riqueza dos acionistas. Este incremento aos acionistas foi compreendido como indícios de um alinhamento de interesses entre executivos e acionistas.

Conyon e Leech (1994) analisaram determinantes da remuneração executiva em relação a desempenho financeiro e mecanismos de governança corporativa em empresas do Reino Unido no período de 1983 a 1986. Os autores concluíram que existe uma relação positiva entre a remuneração do CEO e o desempenho organizacional e não encontraram evidências significativas estatisticamente entre a remuneração e as métricas de governança.

Fosborg e James (1995) replicaram a pesquisa de Jesen e Murphy analisando a remuneração do CEO e o desempenho de companhias norte-americanas. Encontraram que quando há um forte desempenho na companhia há um aumento significativo da remuneração e quando a companhia apresenta em fraco desempenho a remuneração do CEO sofre um pequeno decréscimo. Desse modo concluíram que a remuneração e desempenho apresentam uma relação assimétrica.

Core, Holthausen e Lacker (1999) analisaram a relação entre remuneração do CEO com a estrutura de propriedade, composição do conselho e desempenho e encontraram relação negativa entre a remuneração executiva e o resultado contábil das companhias. O estudo concluiu ainda que companhias com más práticas de governança tendem a aplicar maiores remunerações a seus executivos. Desse modo os resultados sugerem que companhias com fracas estruturas de governança pagam maiores salários aos executivos e possuem uma *performance* inferior.

Conyon e Schwalbach (2000) estudaram o os determinantes da remuneração dos executivos do Reino Unido e da Alemanha em séries temporais. Os autores encontraram associação positiva e significativa entre o desempenho e a remuneração executiva em ambos os países.

Haid e Yurtoglu (2001) avaliaram a relação entre a remuneração dos executivos e desempenho em 286 empresas alemãs no período de 1987 a 2003 e encontraram uma fraca relação entre a remuneração e o desempenho. Nesta mesma concepção, Conyon e Sadler (2001) realizaram a análise de relação entre remuneração e desempenho nas 100 maiores companhias do Reino unido entre os anos de 1997 e 1998 e encontraram relação estatisticamente significativa, contudo apontaram que a forte relação diminui quando estimada em níveis mais salariais menores.

Shim e Lee (2003) testaram a influência de variáveis contábeis e de mercado na remuneração de CEOs dos EUA. Os resultados indicaram associação estatisticamente positiva com o tamanho das companhias e com as medidas contábeis e de mercado.

Outro estudo relevante foi o de Bebchuk e Grinstein (2005) que analisaram a remuneração em 500 empresas dos Estados Unidos no período de 1993 a 2003 e constaram que houve um aumento substancial da remuneração no período e que esse aumento foi maior do que o aumento da rentabilidade das companhias analisadas.

O estudo desenvolvido por Gabaix e Landier (2008) verificou relação positiva entre remuneração de executivo e tamanho das empresas no período de 1992 a 2004. Corroboram com este resultado Eichholtz, Kok e Otten (2008) que analisaram empresas do ramo imobiliário do Reino Unido e concluíram que o tamanho da empresa é a variável mais importante para explicar o nível de remuneração dos executivos.

Já Bootsma (2010) pesquisou a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro com base em indicadores contábeis e de mercado em empresas holandesas no período de 2002 a 2007 e encontrou uma fraca relação.

A pesquisa Frydman e Saks (2010) corroborou com as pesquisas anteriores, encontrando relação entre remuneração executiva e valor das companhias. O período analisado foi de 1936 a 2005. Os autores concluíram que nos últimos 30 anos o valor das empresas foram determinantes para remuneração dos executivos.

O estudo de Conyon e He (2011) encontrou correlação entre remuneração dos executivos e desempenho na China. Os resultados da pesquisa demonstraram ainda uma relação negativa entre os incentivos dos CEOs e companhias de controle estatal e companhias com estrutura de propriedade concentradas.

2.2.2 Estudos no Brasil

No Brasil, destacam-se alguns estudos que analisaram a relação da remuneração executiva com as perspectivas de desempenho das companhias e com as práticas de governança corporativa, tais como Funchal e Terra (2006) que examinaram determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas em companhias que emitiram ADRs nos EUA, com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa. Os resultados da pesquisa indicaram que apenas o tamanho da empresa exerce influência positiva e significativa sobre a remuneração executiva, sendo que o desempenho e a governança corporativa não demonstraram influência na remuneração das companhias pesquisadas.

Outros estudos analisaram remuneração executiva apenas com relação ao desempenho financeiro ou apenas em relação à governança corporativa, como é ocaso de Camargos, Helal e Boas (2007b) que pesquisaram a relação existente entre o desempenho financeiro e a remuneração dos executivos de 29 empresas de capital aberto com ADR listadas em bolsas do EUA. Os resultados da análise de regressão múltipla apontaram uma relação positiva e significante entre a remuneração e o desempenho financeiro.

Krauter (2009) pesquisou a relação entre o sistema de remuneração de 44 empresas industriais brasileiras e o desempenho financeiro encontrando resultados que não encontraram relação positiva e significativa entre a remuneração executiva e o desempenho das companhias, o que levanta a hipótese das políticas de remuneração executiva não estarem sendo estruturadas e maneira adequada.

Sampaio (2009) analisou a relação entre remuneração executiva e governança corporativa, os resultados indicaram que empresas com más práticas de governança tendem a pagar maiores remuneração a seus executivos e empresas que pagam maiores remunerações possuem piores rentabilidades futuras.

Chien (2012), por sua vez, analisou 420 companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA e não encontrou relação significativa entre empresas que remuneram melhor os executivos e variáveis contábeis como retorno sobre ativos (ROA) e crescimento de vendas. Contudo encontrou evidência positiva e significativa entre remuneração executiva e valor da empresa (*price-to-book*). Nesta mesma linha Araújo (2012), também encontrou relação estatisticamente significativa entre remuneração executiva e retorno ao acionista das companhias mais líquidas listadas BMF&BOVESPA no período de 2009 a 2011.

Ventura (2013) identificou relação positiva e estatisticamente significativa entre remuneração executiva e algumas medidas de desempenho em 112 companhias listadas na BMF&BOVESPA. Os fatores que apresentaram influencia na remuneração executiva, segundo o estudo, foram: tamanho da empresa, quantidade de membros na diretoria, valor da ação e retorno do patrimônio líquido.

Houve alguns estudos que analisaram a remuneração executiva com outras perspectivas como a do gerenciamento de resultados (ORESTES DA SILVA, 2010); Nascimento et al (2011) que verificaram o plano de opções de ações e desempenho; e Pinto (2011) que verificou a relação entre remuneração executiva e dispersão acionária.

Orestes da Silva (2010) verificou a relação entre remuneração executiva e o gerenciamento de resultados de empresas listadas na BM&FBOVESPA concluindo

que quanto maior a remuneração variável dos gestores, maior é o gerenciamento de resultados das companhias analisadas.

Nascimento et al (2011) verificaram a relação entre empresas que possuem plano de opções de ações e desempenho financeiro e não encontrou relação positiva entre as variáveis independentes e dependente do estudo. Outrossim, Printo e Leal (2013) concluíram que a remuneração do conselho de administração é menor quando a estrutura de propriedade é mais dispersa, ou seja, quando não há acionistas controladores.

O quadro 03 resume as principais pesquisas empíricas no Brasil que investigaram a relação entre sistemas de incentivos e desempenho.

Pesquisa	Resumo	Métodos de estimação	Principais Resultados
Funchal e terra (2006)	Análise dos determinantes da remuneração em 67 companhias de capital aberto da América Latina que emitiram ADR no ano de 2002.	Regressão linear *cross section*.	- O desempenho e a governança corporativa não exerceram influência na remuneração executiva. - O tamanho da empresa possui relação positiva e estatisticamente significante com a remuneração.
Camargos, Helal e Boas (2007a)	Análise de relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro de 29 empresas brasileiras emissoras de ADR.	Regressão linear múltipla.	- Relação positiva e significativa entre remuneração e desempenho, quando mensurado pela variável LPA. As variáveis ROA, ROE e Valor de Mercado não apresentaram relação estaticamente significativa.
Krauter (2009)	Análise das contribuições do sistema de remuneração para o desempenho de 44 empresas industriais brasileiras.	Teste de igualdade de médias; Análise de correlação; Regressão linear simples e múltipla.	- Não foi possível comprovar existência de relação positiva e significativa entre remuneração dos executivos e o desempenho financeiro.
Chien (2012)	Análise da remuneração de executivos e sua influência no desempenho e valor da companhia de 420 companhias no período de 2002 a 2009.	Regressão linear com dados em painéis.	- Relação positiva entre remuneração e valor de mercado da companhia. Não foi encontrada evidência significativa entre remuneração e desempenho operacional.
Costa (2012)	Análise da associação entre a concessão de stock options e desempenho econômico em 57 companhias da	Análise probit	- Os resultados demonstraram indícios de que os incentivos não estão associados ao desempenho econômico.

	América Latina com ADR.		
Araújo (2012)	Análise da associação entre remuneração executiva desempenho em companhias de capital aberto no Brasil entre os períodos de 2009 a 2011.	Dados em a painel com efeitos fixos e efeitos aleatórios.	- Relação estatisticamente positiva entre remuneração executiva e desempenho mensurado pelo retorno ao acionista.
Nascimento et al (2013)	Exame da influência do uso de opção por ações no desempenho de 265 companhias brasileiras entre os anos 2007, 2008 e 2009.	Teste de diferença de médias.	- Não foi encontrada diferença estatisticamente significativa entre os indicadores de desempenho das companhias que emitem e não emitem opções por ações.

Quadro 3 - Síntese das pesquisas de remuneração no Brasil
Fonte: Elaboração Própria com base nos trabalhos citados.

2.4 Desempenho

A literatura pertinente à remuneração executiva sugere que esta pode ser explicada pelo desempenho financeiro da empresa e medida por diferentes variáveis de desempenho organizacional. Este é, portanto um dos eixos principais dos estudos relacionados à remuneração executiva (VENTURA, 2012).

Cabe salientar que a mensuração do desempenho é uma área fértil de pesquisa e que há uma gama de estudos sobre indicadores de desempenho (FERREIRA, 2012). O desempenho é medido normalmente em função dos lucros, preços e taxas de retorno com utilização apropriada de índices contábil-financeiros através de diversos modelos aplicando técnicas estatísticas pertinentes (ASSAF NETO, 2005).

Na concepção dos índices econômico-financeiros têm-se os indicadores de rentabilidade que demonstram qual a rentabilidade dos capitais investidos. Esses índices exercem influências significativas nas tomadas de decisões gerenciais das empresas.

Os indicadores contábeis são os mais utilizados para dimensionar o construto desempenho financeiro das companhias sendo também os mais reportados em estudos empíricos. Contudo não há um consenso nessas pesquisas no que tange a quais indicadores devem ser adotados (CARTON; HOFER, 2006; KRAUTER, 2009). O quadro 04 elenca alguns indicadores contábeis para mensuração de desempenho agrupados em nove dimensões.

Rentabilidade ou Lucratividade	Medidas contábeis e índices. Exemplos: ROA, ROE, ROI
Operacional	Medidas não financeiras. Exemplos: Participação de Mercado, satisfação de clientes, inovação de produtos, produtividade, qualidade.
Medidas de Mercado	Medidas que incorporam valor de mercado da empresa. Exemplos: Q de Tobim, Mercado de Valor Adicionado (MVA)
Crescimento	Medidas Contábeis que incluem mudanças absolutas ou percentuais nos ativos totais, ativos operacionais, vendas, despesas operacionais.
Eficiência	Medidas que representam como a empresa está utilizando seus recursos. Exemplo: Vendas por metro quadrado, vendas por empregado.
Liquidez	Medidas que mostram a habilidade da empresa em cumprir seus compromissos no prazo. Exemplo: Liquidez Corrente, Liquidez Seca
Tamanho	Métricas para tamanho, tais como ativo total, vendas totais e número de empregados.
Solvência	Medidas que indicam o nível de sobrevivência da empresa: Exemplo: Modelo de Altman

Quadro 4 - Dimensões e medidas de desempenho
Fonte: Carton e Hofer (2006); Krauter (2009).

Para Bloom e Milkovich (1998) um grande desafio das empresas é conduzir seus executivos, maximizadores da própria utilidade e avessos aos riscos, a tomarem decisões com objetivo de potencializar o desempenho da companhia. Nesse contexto o sistema de remuneração é um elemento importante para alinhar os interesses dos executivos e acionistas.

Para Conyon (1995) o crescimento da remuneração executiva não associada ao desempenho da companhia tem sido amplamente discutido nos debates sobre boas práticas de governança corporativa. Logo há uma hipótese de que maiores investimentos em remuneração executiva devem ocasionar maiores desempenhos às companhias.

O alinhamento de interesses proposto na teoria da agência pressupõe que a remuneração executiva impacta no comportamento do executivo e que este por sua vez, influencia o valor/desempenho da empresa (DEVERS et al 2007; BLOOM; MILKOVICH, 1998).

Diversos autores apontam que o sistema de remuneração consiste em um mecanismo eficiente e até mesmo como mecanismo principal para reduzir as divergências de interesses manifestadas pelo problema de agência e maximizar

consequentemente o desempenho da companhia (DEVERS et al 2007; KRAUTER, 2009; SHIM LEE, 2003; TOSI et al, 2000).

Acresce que, para Conyon (1997) têm sido recorrentes pesquisas que testam se há conexão positiva entre remuneração e o desempenho da empresa, além da abordagem das variáveis de governança nas práticas de remuneração executiva, ao passo que estruturas inadequadas de governança podem conduzir a pacotes de remuneração distorcidos que podem prejudicar o desempenho da empresa.

Cabe salientar que, para Jensen el al. (2004) a Governança Corporativa está intimamente relacionada ao pacote de remuneração, a fim de que haja um equilíbrio na remuneração total dos executivos e o desempenho da companhia, geralmente mensurado por indicadores contábeis. De acordo com Silveira (2009) é possível perceber a importância da contabilidade na governança corporativa, ao passo que os contratos de incentivos se baseiam medidas contábeis das companhias.

A literatura empírica tem, portanto, observado forte relação entre medidas contábeis de desempenho da empresa e a remuneração executiva (PUCKTHUANTHONG et al 2002). Medidas contábeis financeiras são encontradas substancialmente em planos de remuneração variável.

As medidas de rentabilidade são importantes índices financeiros para avaliar os lucros de uma empresa em relação a um determinado nível de vendas, ativos ou investimentos de proprietários. A rentabilidade é substancial para atrair investidores e capital externo. O quadro 05 demonstra alguns trabalhos internacionais e nacionais que pesquisaram remuneração executiva e utilizaram indicadores contábeis.

Variáveis	Principais Referências Internacionais	Principais Referências Nacionais
ROA	CORE ET AL (1999); DURU E IYENGAR (2001); CORDEIRO E VELIYATH (2003); ELSTON EL AL (2003); WAN (2003); GRINSTEINS E HRIBAR (2004); CHALMERS ET AL. (2006); ZHOU (2008); MALMENDIER E TATE (2008); ALI SHAH ET.AL. (2009); MURPHY (2009); SHAW E ZHANG (2010); GRAHAM ET.AL. (2011); CONYON E HE (2012)	FUNCHAL (2005); CAMARGOS, HELAL E BOAS (2007); KRAUTER(2009); NASCIMENTO ET AL (2012); FERNANDES; MAZZIOLLI (2012); CHIEN (2012).
ROE	MILLER (1995); NEWMAN E MOZES (1999); CORE ET AL (1999); ELSTON EL AL (2003); PUKTHUANGTHONG ET AL (2004); HUTCHINSON E GUL (2006); SHAW E ZHANG (2010)	FUNCHAL (2005); DEVIDÉ JÚNIOR (2010); CAMARGOS, HELAL E BOAS (2007); KRAUTER(2009); NASCIMENTO ET AL (2012); FERNANDES; MAZZIOLLI (2012); COSTA (2012)
EBITDA	GRINSTEINS E HRIBAR (2004)	FUNCHAL (2005)

Quadro 5 - Indicadores contábeis em estudos de remuneração
Fonte: Dados da Pesquisa

Bushman e Smith (2001) e Pukthuanthong et al (2004) ressaltam a importância de utilizar indicadores de mercado como retorno das ações para determinação da remuneração, pois tais indicadores estabelecem uma relação natural com as metas. Os indicadores de mercado empregados em pesquisas anteriores são destacados no quadro 06.

Variáveis	Principais Referências Internacionais	Principais Referências Nacionais
Valor de Mercado	NEWMAN E MOZES (1999), CORE ET AL (1999), ANDJELKOVIC ET AL (2002), CORDEIRO E VELIYATH (2002), BOSCHEN EL TAL (2003), WAN (2003), GRINSTEINS E HRIBAR (2004), GUNASEKARAGEA E WILKINSON (2002), PUKTHUANTHONG ET AL (2004),	CAMARGOS, HELAL E BOAS (2007); FERNANDES; MAZZIOLLI (2012); COSTA (2012)
Q de Tobin	AGRAVAL E KNOEBER (1996), GUNASEKARAGEA E WILKINSON (2002), PUKTHUANTHONG ET AL (2004);	FERNANDES; MAZZIOLLI (2012)

Quadro 6 - Indicadores de mercado em estudos de remuneração
Fonte: Adaptado de Funchal (2005)

Os estudos recentes de remuneração executiva além das características relacionadas aos indicadores de desempenho e do conselho de administração tem testado a sensibilidade da relação pagamento e desempenho dos executivos com outros critérios tais como tamanho da empresa, controle acionário, setor de atuação

e participação acionária na companhia (GOMES-MEJIA, 1998; FUNCHAL, 2005; SILVA et al, 2008).

Perante os estudos já realizados, os resultados congruentes, bem como às divergências e lacunas encontradas destaca-se que, para conhecer os fatores que influenciam a remuneração executiva devem ser observados os indicadores de desempenho, mas também elementos de governança corporativa como composição e estrutura do conselho de administração, concentração de propriedade e características da diretoria executiva, além de outras medidas de sensibilidade.

3. METODOLOGIA

A abordagem metodológica empregada no estudo foi à quantitativa em que o pesquisador parte de aportes conceituais estruturados para formar hipóteses sobre os fenômenos que pretende pesquisar. Para Popper (1972), neste tipo de abordagem a coleta de dados prima por informações numéricas, e são modeladas com apoio da estatística multivariada, a fim de averiguar ou não a ocorrência das consequências traçadas o que permite aceitar ou rejeitar as hipóteses mesmo que provisoriamente. Para Richardson (1989) o emprego da abordagem quantitativa é aplicada comumente estudos descritivos que buscam identificar e classificar a relação entre as variáveis.

No polo epistemológico a pesquisa buscou o enfoque empírico-analítico, em que são empregadas variáveis operacionalizadas como dependentes e independentes a fim de determinar funções e a partir do tratamento de dados estabelecer relação causal entre as variáveis (MARTINS, 2002). O estudo enquadra-se ainda, no âmbito da contabilidade positiva, que para Watts e Zirmmerman (1986) busca explicar a prática observada a partir de dados passados, a fim de compreender mais profundamente os fenômenos ocorridos e prever fenômenos não observados.

3.1 Universo, amostra e base de dados

O universo da pesquisa compreende nas companhias brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre os anos 2010, 2011 e 2012. Este universo foi escolhido, pois estas empresas possuem um maior nível de evidenciação da remuneração de seus executivos, o que fora potencializado com advento da exigência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da divulgação de tal remuneração.

Já a amostra foi selecionada com base na liquidez de ações das empresas listadas, ou seja, maior quantidade de negociações de acordo com a base de dados *Economática*. Em decorrência da impossibilidade de pesquisar todas as companhias

listadas, optou-se por este filtro, pois companhias nas companhias com maior quantidade de negociações de ações é possível captar de forma mais adequada o valor de mercado.

Antes da seleção das empresas de maior liquidez, procedeu-se à exclusão do setor financeiro, por possuir características peculiares e demandar uma análise independente. Em seguida foram selecionadas as 100 companhias mais líquidas em quantidade de negociações do ano de 2012, apresentadas no apêndice A. Este ano foi escolhido para refletir o período final da coleta de dados, que compreende de 2010 a 2012. Embora a coleta de dados tenha começado a ser feita no início de 2014 praticamente todas as companhias ainda não tinham divulgado os formulários de referência de 2013, o que inviabilizou o uso do exercício de 2013. Quanto ao período inicial escolhido para coleta de dados, o estudo baseou-se no advento da instrução normativa CVM 480/2009 que exigiu das empresas a divulgação dos formulários de referência com dados de remuneração a partir do ano de 2010.

Desse modo foram coletados a partir da seção 13.2 do formulário de referência que divulga a remuneração total por órgão e quantidade de executivos e conselheiros. Evitou-se utilizar o item 13.11 que informa a remuneração dos executivos segregada em valores mínimos, médios e máximos, pois nesse caso muitas companhias da amostra seriam excluídas, pois obtiveram uma liminar através do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) que as dispensaram de divulgar essa seção. Contudo tais dados não impactaram na pesquisa, pois considerou-se a remuneração total (soma da remuneração fixa e variável) e a remuneração média individual (razão da remuneração total pelo tamanho do quadro de executivos).

Em seguida foram coletados dados referentes às características de governança corporativa, ainda no formulário de referência, e, por conseguinte informações a respeito das métricas de tamanho e desempenho na base de dados do *Economática*. Cabe salientar ainda que foram excluídas quatro observações da amostra por ausência de dados, sendo três do ano de 2010 e uma do ano de 2011, totalizando assim 296 observações.

A quantidade de empresas analisadas consiste em um número maior e/ou próximo ao adotado por estudos que abordam o tema, tais como Funchal e Terra (2006) com 67 empresas com corte transversal, Camargos, Helal e Boas com 29 empresas com corte transversal, Krauter (2009) com 44 empresas com corte transversal, Costa (2012) com 57 empresas com corte transversal e Ferreira (2012) com 119 empresas com dados em painel para três anos. O quadro 07 elenca a fonte de dados para cada variável da pesquisa.

Variável	**Fonte de dados**	**Ano**
Empresas	Economática	2012
Setor	Economática	2012
Pública/Privada	Economática	2012
Emissão de ADR	Economática	2010, 2011, 2012
Tamanho da Empresa (Ativo total)	Economática	2010, 2011, 2012
Tamanho da empresa (Receita Liquida)	Economática	2010, 2011, 2012
Concentração acionária	Formulário de Referência	2010, 2011, 2012
Número de executivos	Formulário de Referência	2010, 2011, 2012
Remuneração total dos executivos.	Formulário de Referência	2010, 2011, 2012.
Opção por ações	Formulário de Referência	2010, 2011, 2012
Remuneração Variável	Formulário de Referência	2010, 2011, 2012.
ROA	Economática	2010, 2011, 2012
ROE	Economática	2010, 2011, 2012
Lucro por ação	Economática	2010, 2011, 2012
Q de Tobin	Economática	2010, 2011, 2012
Valor de mercado	Economática	2010, 2011, 2012

Quadro 7 - Fonte e dados da pesquisa
Fonte: Dados da Pesquisa

O método amostral utilizado foi o não probabilístico, em que a inclusão ou exclusão de elementos na amostra fica a critério dos pesquisadores. Em razão desse fato, os resultados encontrados com base na amostra não podem ser generalizados para a população (KRAUTER, 2009; FÁVERO, 2009).

Na classificação setorial o software *Economática* divide as companhias listadas em 20 setores, o universo da pesquisa abrangeu 19 setores, uma vez que o setor financeiro fora excluído da análise por suas características peculiares. A amostra selecionada conseguiu abranger em 17 destes 19 setores conforme distribuição apresentada na tabela 01.

Tabela 1 - Amostra da Pesquisa

Empresas	Setor Econômico
1	Agro e Pesca
7	Alimentos e Bebidas
8	Comércio
11	Construção
13	Energia Elétrica
1	Máquinas Indust.
2	Mineração
25	Outros
2	Papel e Celulose
4	Petróleo e Gás
2	Química
4	Sederugia e Metalurgia
2	Software e Dados
3	Telecomunicações
6	Transportes e Serviços
4	Têxtil
5	Veículos e Peças

Fonte: Dados da pesquisa

A pesquisa compreendeu em três etapas de análise, a primeira consiste na análise de remuneraçboaão dos executivos e estatística descritiva das variáveis independentes e de controle do estudo a segunda consiste na análise da relação existente entre remuneração, tamanho, desempenho e governança nas companhias listadas na BM &FBOVESPA selecionadas na amostra, considerando como variável dependente o *logaritmo natural* da remuneração total dos executivos e o logaritmo natural da remuneração média individual dos executivos e a terceira análise que trata dos efeitos do desempenho financeiro na probabilidade da companhia possuir plano de bônus e *stock options* ou não. As análises passaram ainda por testes de robustez com diferentes combinações de variáveis e modelagens econométricas.

Destaca-se ainda que foram excluídas 4 observações em razão da ausência de dados, desse modo em vez de 300 observações a amostra passou a contar com 296 observações. O quadro 08 elenca a justificativa para exclusão de cada uma das observações.

Observação	Motivo da Exclusão	Ano
18	Ausência de dados referentes à remuneração.	2011
73	Ausência de dados referentes à rentabilidade.	2010
79	Ausência de dados referentes à rentabilidade.	2010
86	Ausência de dados referentes à remuneração.	2010

Quadro 8 - Justificativa para exclusão de observações da amostra

Fonte: Dados da Pesquisa

3.4 Hipóteses

A hipótese consiste em um enunciado de relações entre variáveis, sendo que ela constitui uma resposta provável e provisória a um determinado problema, desse modo os resultados da pesquisa podem comprovar ou rejeitar as hipóteses testadas (MARCONI; LAKATOS, 2005). Este estudo identificou seis hipóteses associadas como condicionantes para remuneração dos executivos. Elas estão relacionadas a seguir.

Relação entre remuneração e desempenho:

A relação entre remuneração e desempenho consiste forma as hipóteses básicas ou primárias deste estudo. Nesse contexto a teoria da agência, revisada no capítulo 02, relaciona a remuneração executiva com o desempenho, pois a remuneração é tida como um mecanismo de governança para atenuar o conflito de interesses entre o os acionistas e os executivos, uma vez que ela pode alinhar os interesses dos executivos com os interesses da companhia que é gerar valor para o acionista, sendo assim a teoria da agência sustenta essa hipótese (BOOTSMA, 2010).

Para Pukthnanthonng et al (2004), incentivos financeiros e não financeiros oferecidos aos executivos podem ser apontados como mecanismos motivacionais e estão associados ao alcance maximização do valor da firma e maiores níveis de lucratividade.

A relação entre remuneração e desempenho é testada com variáveis concernentes ao desempenho contábil ou operacional e com variáveis referentes ao desempenho de mercado, mais conhecido como valor da companhia perante os acionistas. Essa relação é amplamente investigada em estudos internacionais e nacionais anteriores e foi dividida no presente estudo em 4 hipóteses.

As hipóteses 1 e 2 foram testadas pela remuneração total e remuneração total média, considerando-se assim todo pacote remuneratório. Já as hipóteses 3 e 4 estão relacionadas às características do plano de remuneração das companhias. Nesse contexto foi testada uma relação positiva entre o desempenho da companhia e a probabilidade desta utilizar *stock options, bônus* e maior percentual de remuneração variável em seus programas de remuneração (BAKER; JENSEN;

MURPHY, 1988; DIAS, 2010; COSTA, 2012). Desse modo espera-se que a presença de incentivos esteja relacionada com o desempenho das companhias da amostra

Hipótese 1: *Ceteris paribus, há uma relação positiva entre remuneração executiva e o desempenho contábil.*

Hipótese 2: *Ceteris paribus, há uma relação positiva entre remuneração executiva e valor de mercado.*

Hipótese 3: *Ceteris paribus, a probabilidade de uma companhia utilizar plano de opções de ações, bônus e está positivamente relacionada ao desempenho contábil.*

Hipótese 4: *Ceteris paribus, a probabilidade de uma companhia utilizar plano de opções de ações, bônus está positivamente relacionada ao valor de mercado.*

Características de Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade

As hipóteses secundárias do estudo referem-se à governança corporativa e estrutura de propriedade, bem como dimensão da companhia e foram elencadas a seguir.

Hipótese 5*: Ceteris paribus, há uma relação negativa entre concentração de propriedade e remuneração executiva*

Chourou, Abaoub e Saadi (2008) verificaram que o elevado nível de concentração de propriedade pode ser constatado como um mecanismo de monitoramento e redução do conflito de agência, podendo em determinados casos ser substituto para alguns incentivos oferecidos aos executivos. Conyon e He (2011), Pinto e Leal (2012) e Silva e Chien (2013) também encontraram evidências dessa relação inversa.

Hipótese 6: *Ceteris paribus, há uma relação negativa entre melhores práticas de governança e remuneração executiva.*

Empresas com estrutura de governança fraca tendem a remunerar mais seus

executivos (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; SAMPAIO, 2009), pois ao estabelecer boas práticas de governança há uma menor necessidade de altas remunerações, uma vez que há outras formas de incentivos e monitoramento, além de uma menor tendência a expropriação do agente.

Hipótese 7: *Ceteris paribus, existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e remuneração de executivos*

Jensen e Meckling (1976) salientam que empresas maiores contratam os melhores executivos a fim de maximizar a seu desempenho, Bootsma (2010) complementa abordando que, quanto maior a companhia, mais difícil de ser gerida e, portanto buscam atrair melhores executivos tendo que remunerá-los acima da média. Existem fortes evidências empíricas de que quanto maior o tamanho da empresa, maior a remuneração. Funchal e Terra (2006) encontraram evidência positiva e estatisticamente positiva. Estudos internacionais também apontam para confirmação dessa hipótese (CONYON E MURPHY 2000; ZHOU, 2000, BRUNELLO et al, 2001).

Hipótese 8: *Ceteris paribus, há uma relação positiva entre o número de executivos e remuneração executiva.*

Trabalhos anteriores apontam para uma relação positiva entre remuneração dos executivos e tamanho do quadro de executivos, tendo em vista que quanto maior o quadro de executivos menor a capacidade de monitoramento e, por conseguinte maior os níveis salariais (BANGHOJ ET AL, 2010; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999).

Foram empregadas algumas variáveis de controle no que concerne às características das empresas, tais como setor de atuação e controle acionário da empresa. Estudos anteriores sugerem que empresas de controle acionário privado possuem um maior nível de remuneração (PINTO, 2011).

3.5 Definição operacional das variáveis

Esta pesquisa utilizou, com base no aporte teórico, dados disponíveis e hipóteses

levantadas, modelos de regressão linear e logística buscando relação entre a variável dependente, remuneração, e a variáveis independentes, relacionadas ao desempenho, governança corporativa e características das firmas.

As variáveis consistem em propriedades distinguíveis em um objeto de estudo e passíveis de mensuração através dos valores que assumem. As variáveis possuem natureza dependente e independente, sendo estas as causas que determinam a ocorrência de um efeito, enquanto aquela consiste nos efeitos que decorrem das variáveis independentes.

A definição das variáveis do presente estudo foi pautada com base nas referências bibliográficas e na disponibilidade dos dados. O conjunto de variáveis foi escolhido a partir de indicadores econômicos financeiros e de valor de mercado para mensuração do desempenho econômico e mecanismos internos e externos de governança corporativa, além de variáveis relacionadas às características da empresa. Tais variáveis foram analisadas a fim de verificar quais suas respectivas relações com a variável denominada remuneração dos executivos de empresas listadas na BM &FBOVESPA.

A variável dependente Remuneração foi estabelecida pela remuneração total recebida pela diretoria executiva. O modelo considerou, portanto a remuneração total dos executivos nas empresas da amostra selecionada para os anos de 2010, 2011 e 2012.

A fim de analisar a relação entre a remuneração executiva e as métricas de desempenho contábil foram utilizadas como variáveis explicativas o *Return on equity* (ROE) e o *Return on Assets* (ROA). Essas proxies são estabelecidas a partir do lucro líquido dividido pelo ativo total e pelo lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido, respectivamente.

Quanto às métricas de desempenho relacionadas a valor de mercado coletaram-se o Valor de Mercado (VM), o Lucro por ação (LPA) e o Q de Tobin. O valor de mercado é obtido a partir da multiplicação do valor da ação da companhia pela quantidade de ações, enquanto o Lucro por ação consiste simplesmente na divisão

do lucro pelo valor da ação.

Já o Q de Tobin é definido através da relação entre valor de mercado de uma determinada companhia e o valor de reposição dos seus ativos físicos e foi apresentada por Tobin e Brainard (1968), como uma razão de valor em que no numerador deve constar a soma entre o valor de mercados das ações (VMA) e o valor de mercado das dívidas (VMD) e no denominador o valor de reposição da companhia (FAMÁ; BARROS, 2000). Essa estimativa demanda dados reais de valor da companhia. A fórmula básica para o q de Tobim pode ser expressa, portanto, pela seguinte equação.

$$Q= VMA + VMD / VRA$$

Contudo as pesquisas acadêmicas na área de finanças tem buscado calcular o q de Tobin aproximado, diante da dificuldade em obter os dados reais relacionados a valor da companhia. O q aproximado emprega dados contábeis em sua formulação e foi proposto inicialmente por Lindenberg e Ross (1981), Para Famá e Barros (2000), Lindemberg e Ross foram os pioneiros na aproximação mais apropriada do q teórico estabelecido a partir de dados reais. Contudo outros autores também apresentam diferentes formulações (LEWELLEN e BADRINATH, 1997; LEE e TOMPKINS, 1999) e uma das aproximações mais empregadas nos estudos atuais é a formulação sugerida por Chung e Pruitt (1994).

Cabe destacar que vários trabalhos que utilizam o q de Tobim para mensurá-lo enquanto determinante para remuneração executiva, empregaram o q aproximado de Chung e Pruitt. Desse modo essa foi a metodologia aplicada para o calculo do q no presente estudo, representado pela equação 2.

$$Q = (VMA + D) / AT \quad (2)$$

Em que, VMA é o valor de mercado obtido a partir do número de ações da companhia multiplicado pelo preço negociado na bolsa de valores. AT consiste no ativo total e D é definido por:

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP$$

Onde:

VCPC = Valor contábil dos passivos circulantes da companhia

VCAC = Valor contábil dos ativos circulantes

VCE = Valor contábil dos estoques

VCDLP = Valor contábil das dívidas de longo prazo.

A concentração de propriedade, por sua vez, foi verificada por meio de duas variáveis, uma delas mensurada a partir do percentual de propriedade dos três maiores acionistas e outra através do percentual de propriedade de ações com direito a voto do principal acionista. (JONES, KALMI, MAKINEN, 2006; FUNCHAL; TERRA 2006; CORREIA AMARAL; LOIVET, 2014).

Já a relação entre remuneração e governança foi observada a partir de variáveis comumente empregadas em estudos empíricos de governança corporativa e grau de concentração propriedade. Empregaram-se ainda variáveis relacionadas às características da empresa e da diretoria. São explanadas no quadro 09 as variáveis utilizadas na pesquisa e suas respectivas *proxies* e formas de mensuração.

Variável Dependente*		**Forma de Mensuração**		
Remuneração Executiva		Valor total da remuneração executiva (remuneração fixa e variável); Valor da remuneração total individual média; Composição do pacote de incentivos.		
Variáveis Independentes		**Forma de Mensuração**	**Relação****	**Hipótese*****
Indicadores Contábeis	Retorno sobre ativos (ROA)	Lucro líquido sobre ativo total	+	H1 H3
	Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)	Lucro líquido sobre patrimônio líquido	+	H1, H3
Indicadores de Valor	Valor de Mercado (VM)	Soma do valor de mercado das ações e valor contábil da dívida dividido pelo ativo total da companhia.	+	H2, H4
	Lucro por ação	Lucro dividido pelo número de ações ordinárias e preferenciais.	+	H2, H4
	Q de Tobim (QT)	Valor de mercado da ação sobre valor patrimonial da ação	+	H2, H4
Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	Concentração acionária	Percentual da propriedade das ações dos 3 maiores acionistas	-	H5
	Nível Diferenciado da BM &FBOVESPA	Variável Dummy para o nível de governança Novo Mercado.	-	H6
	ADR	Variável *Dummy* : 1 se a companhia emite ADR, 0 se não emite ADR	+/-	VC
Características das Companhias e Diretoria	Tamanho	Logaritmo natural (valor total dos ativos da companhia)	+	H7
	Número dos executivos	Logaritmo natural do número total de executivos da companhia	+	H8
	Setor	Variável *Dummy* para cada setor de atuação da companhia.	+/-	VC
	Natureza do controle acionário	Variável *Dummy* : 1 se o controle acionário for estatal, 0 se pertencer à iniciativa privada	-	VC
	Plano de Stock Options	Variável *Dummy* : 1 se a empresa possui plano de remuneração variável, 0 caso contrário	+	VC
	Plano de remuneração variável	Variável *Dummy* : 1 se a empresa possui remuneração variável, 0 caso contrário.	+	VC

Quadro 9 - Variáveis utilizadas na Pesquisa.

*Variável dependente do modelo geral da pesquisa; ** Relação esperada: + em caso de relação positiva; - em caso de relação negativa; *** Hipótese relacionada conforme seção 3.3, sendo que as variáveis de controle não possuem hipóteses específicas. (ii) VC: variável de controle.

Perante as variáveis descritas e suas respectivas hipóteses apresenta-se na figura 04 o modelo geral da pesquisa, com as respectivas *proxies* que serão testadas a fim de verificar se possuem relação com a remuneração executiva das companhias selecionadas na amostra.

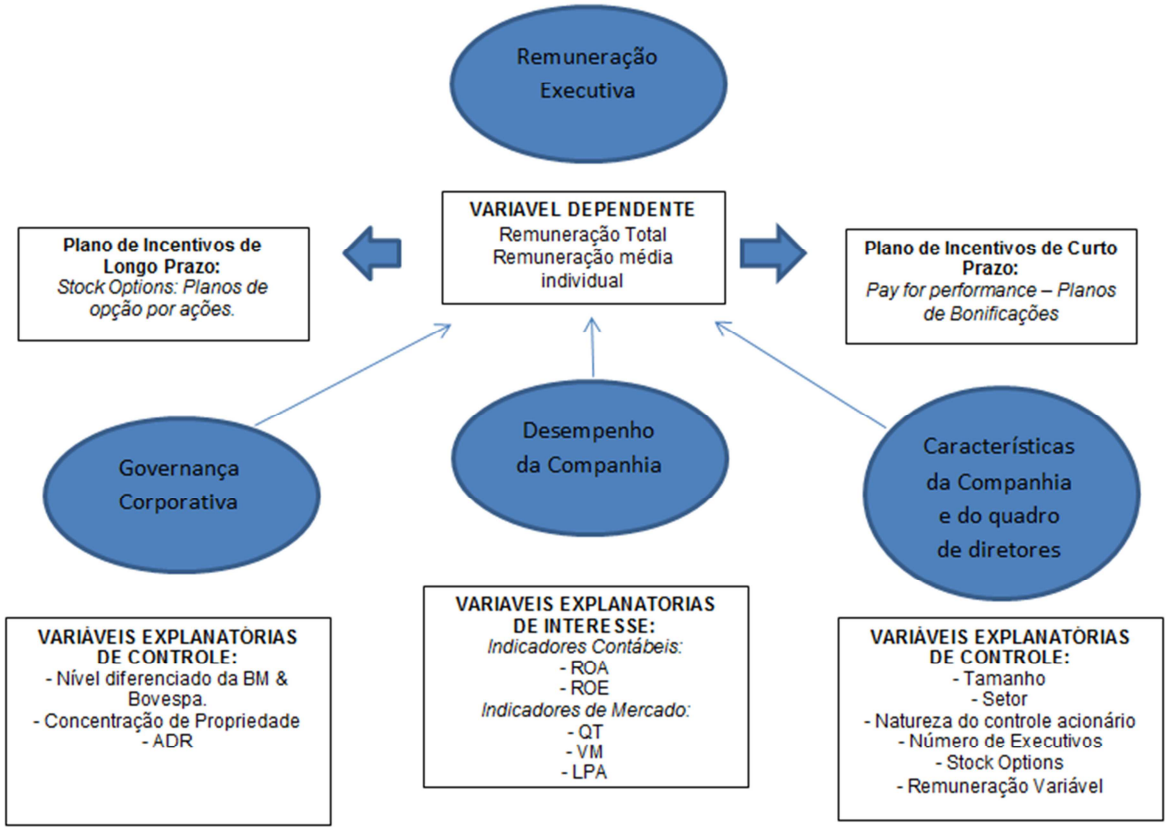

Figura 4 - Modelo geral da pesquisa
Fonte: Elaborado pelo autor

3.5 Regressão Linear

Gujarati (2006) destaca que a regressão linear busca mensurar a dependência estatística de uma variável dependente com outras variáveis explicativas, estimando assim o valor médio da variável dependente baseado em valores conhecidos das demais variáveis. Hair el al (2006) complementa que a análise de regressão múltipla consiste em uma técnica estatística empregada para analisar a relação entre uma variável dependente (critério) e demais variáveis preditoras (explanatórias) e pode ser expressa pela seguinte formulação básica, conforme Fávero et al (2009):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \ldots + \beta_k X_{ki} + u_i$$

Em que,

Y_i é a variável dependente

$X_{1i} + X_{2i} + X_{ki}$ são as variáveis independentes

β_0 é o intercepto da reta

$\beta_0, \beta_1, \beta_2 ... \beta_k$ são os interceptos da reta

u_i é o termo de erro, também conhecido como resíduo

Os dados empregados nessa pesquisa foram submetidos à análise econométrica de uma regressão linear múltipla (RLM) que consiste em um modelo de regressão que contém mais de um regressor. Foram utilizadas variáveis quantitativas que representam os valores dos atributos que podem ser contados ou medidos em cada elemento da amostra, e dicotômicas que assumem somente dois valores e são comumente utilizadas para expressar a ausência ou não de atributos do elemento.

A forma utilizada para encontrar os coeficientes do da equação da regressão foi o método dos mínimos quadrados (MQO). Este método procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados a partir da minimização da soma dos quadrados das diferenças entre valor estimado e valores observados, essas diferenças denominam-se resíduos (GUJARATI, 2006).

Para atender aos objetivos a regressão demanda suprir alguns pressupostos subjacentes ao MQO que são explanados em resumo quadro 06 e discutidos na análise de dados, em que foram empregados testes para análise desses pressupostos.

Principais Pressupostos	
Linearidade dos coeficientes	A relação modelada deve ser linear nos parâmetros. É difícil obter bons modelos lineares para o caso de relações não-lineares entre os dados.
Normalidade dos Resíduos	Os resíduos estão normalmente distribuídos em torno de zero.
Homocedascidade dos resíduos	Modelos de RLM supõem que a variância dos resíduos deve ser constante.
Não-multicolinearidade	Modelos de regressão supõem que a correlação entre variáveis independentes não deve ser alta.
Resíduos independentes (ausência de autocorrelação serial dos resíduos)	Modelos de RLM supõem que os resíduos não são correlacionados entre si. São independentes.

Quadro 10 - Principais pressupostos da regressão múltipla
Fonte: Gujarati, 2006; Corrar et al, 2007.

3.6 Regressão logística

Quanto à regressão logística, Gujarati (2006) salienta que são modelos de regressão de escolha qualitativa em que o regressando não é uma variável quantitativa, nem expressa por uma escala de intervalo. Dessa forma empregou-se, neste estudo, o modelo logit, em que a variável dependente é o logaritmo da razão de chances, que é uma função linear dos regressores. O modelo logit utiliza a função de probabilidade logística descrita pela seguinte fórmula:

$$f(Z) = \frac{1}{1+e^{-(Z)}}$$

Onde,

$$Z = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \cdots + \beta_k X_k$$

Em que,

p = probabilidade de ocorrência de determinado evento de interesse.

X = vetor das variáveis explicativas

α e β = parâmetros do modelo

p/1-*p* = representa a chance (*odds*) de ocorrência do evento de interesse.

Essa técnica estatística é empregada para descrever o comportamento entre uma variável dependente dicotômica e variáveis independentes métricas ou não métricas. Logo procura identificar o efeito das variáveis pelos quais os objetos estão expostos sobre a probabilidade de ocorrência de algum evento de interesse (FÁVERO et al, 2009).

O modelo logit utiliza a função de probabilidade logística e assume valores entre 0 e 1 e a probabilidade dessa técnica advém não somente somente da possibilidade de prever a ocorrência de eventos de interesse, mas também da capacidade de

apresentar a probabilidade de sua ocorrência. A figura 4 demonstra a relação entre a variável de resposta e um preditor.

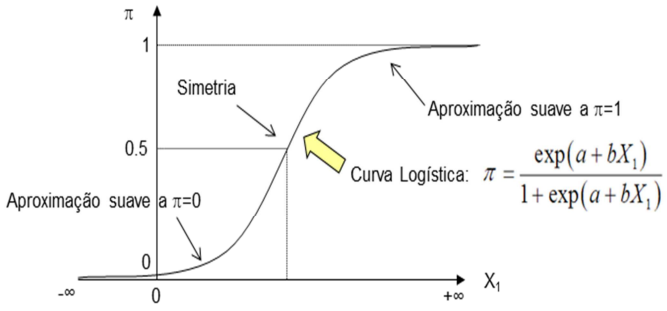

Figura 5 - Gráfico da função acumulada de probabilidade logística
Fonte: Fávero et al (2009)

Uma das grandes vantagens da regressão logística, segundo Fávero et al (2009) é flexibilidade dos seus pressupostos, o que amplia sua aplicação. A modelagem logística não pressupõe homogeneidade de variância e normalidade dos resíduos. Contudo há alguns pressupostos a serem atendidos, que compreende na ausência de autocorrelação, ausência de correlação entre os resíduos e as variáveis explicativas e ausência de multicolinearidade.

3.7 Especificação do modelo econométrico do teste de hipóteses

Perante o objetivo de pesquisa e as hipóteses de pesquisa levantadas especificou-se, um modelo geral de regressão linear com estimação pelo método dos mínimos quadrados, com a remuneração total como variável dependente e dois modelos de regressão logit, um com a variável dependente a existência de plano de opção por ações e outra com a presença remuneração variável na companhia *i* no ano *t*.

A tabela 02 demonstra as estatísticas realizadas a fim de verificar qual modelo de dados em painel possui o melhor ajuste aos dados da amostra. No Teste Breusch Pagan de multiplicador lagrangeano para efeitos aleatórios, a H_0 foi aceita, indicando

como adequado o uso do modelo *pooled*. Já os testes F de Chow e o teste de Hausman indicam para o modelo de efeitos fixos (FÁVERO et al, 2009). Contudo, cabe salientar que o emprego do FE deve ter algumas cautelas, pois em modelos com muitas variáveis binárias podem ocorrer à perda de graus de liberdade, além de existir uma maior possibilidade de multicolinearidade que pode dificultar uma estimação exata de um ou mais parâmetros. Entretanto o principal motivo levado em consideração neste estudo para não utilização da abordagem de efeitos fixos foi que algumas variáveis do modelo geral não sofrem variação ao longo tempo, dessa forma o modelo não consegue identificar o impacto dessas variáveis, que apresentam colinearidade perfeita com as *dummies* das respectivas companhias (GUJARATI, 2006, p. 520).

Tabela 2 - Resultado dos testes de especificação dos modelos em painel 2010 a 2012

Teste F – Chow	LM de Breusch-Pagan	Teste de Hausman	Modelo mais Adequado	Modelo Geral empregado
Prob > F = 0,0000	Prob> chibar2 = 1,000	Prob>chi2 = 0,0000	FE / *Pooled*	*Pooled* OLS

Fonte: Dados da pesquisa

Desse modo empregou-se o método Pooled OLS. Adicionalmente testaram-se modelos utilizando o método dos mínimos quadrados generalizados, por meio de erros-padrão robustos *clusterizados* e GMM-Sys. Foi verificado que pelo método dos mínimos ordinários os resultados foram mais significantes estatisticamente, mas as direções dos sinais mantiveram-se em todas as estimações, conferindo assim maior robustez a modelagem econométrica aplicada.

Na literatura nacional e internacional não há um consenso entre uma modelagem em especial para estabelecer a relação entre remuneração executiva e desempenho. Contudo, tipicamente busca-se explicar a remuneração executiva através de um conjunto de condicionantes que normalmente correspondem às características das companhias e de seus executivos e indicadores de desempenho a partir de séries temporais (CARVALHO; JUNIOR, 2012).

Uma das especificações usuais foi empregada no presente estudo, buscando mensurar a sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho e valor e demais características da companhia, tais como grau de concentração acionária e

tamanho. Isto posto, especificou-se o seguinte modelo geral de regressão linear múltipla com dados em painel de 2010 a 2012:

$$\textbf{Remuneração: } \beta 0 + \beta 1 * QDit + \beta 2 * SOit + \beta 3 * BÔNUSit + \beta 4 * CONCENTit + \beta 5 * CONTROLit + \beta 6 * TAMANHOit + \beta 7 * SEG + \beta 8 * ADR + \beta 9 * DESEMPENHOit + \beta 10 * VALORit + \beta 11 * SETOR + €i \quad (1)$$

Em que:

Remuneração: É a variável dependente que é representada pela remuneração total em logaritmo natural da i-ésima empresa (LnRT). E também pela remuneração média individual em logaritmo natural da i-ésima empresa (LnRMI).

β0: É o intercepto, ou seja o valor médio da remuneração variável, considerando a inexistência de valores para as variáveis explanatórias.

*β1 *QDit:* É número total dos membros que compõe o quadro de diretores da i-ésima companhia.

β2 SOit:* Plano de opção por ações, assume valor 1 caso a i-ésima companhia possua e 0 em caso contrário.

*β3 * BÔNUSit:* Plano de remuneração variável, assume valor 1 caso a i-ésima empresa possua e 0 em caso contrário.

*β4 * CONCENTit :* é o grau de concentração acionária da i-ésima companhia.

β5 CONTROLi:* Controle acionário, assume valor 1 caso a companhia i seja de controle acionário público e 0 em caso contrário.

*β6 * TAMANHOit: Dimensão da* i-ésima companhia representados pelo logaritmo do ativo total (LnAT) e pelo logaritmo da receita de vendas (LnREC).

*β7 * SEG:* Variável Dummy para o seguimento de listagem BM&FBOVESPA no nível II e no novo mercado.

*β8 * ADR:* Variável Dummy para empresas com ADR no nível II e III

*β9 * DESEMPENHOit:* Desempenho operacional ou contábil da i-ésima companhia representado pelos indicadores: *ROAit:* Lucro líquido dividido pelo ativo total da i-ésima companhia; *ROEit:* Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido da i-ésima companhia; *LPAit:* Lucro dividido pelas ações da i-ésima companhia.

*B1 * VALORit:* Valor da i-ésima companhia representados pelo q de Tobin da i-ésima companhia e pelo valor de mercado.

*β11 * SETOR:* Setor em que a i-ésima companhia atua.

€i: termo de erro que capta o componente não sistemático, a parcela de variáveis não explicadas pelo modelo.

Para verificar o efeito do desempenho e demais variáveis nos planos de incentivos de curto e longo prazo estimaram-se modelos de regressão logística ou logit. A variável dependente na regressão logística é uma variável binária (ou dicotómica) uma vez que assume dois valores, 0 ou 1. A variável SO e a variável BÔNUS, empregadas como explanatórias no modelo de regressão linear foram empregadas como variáveis dependentes na especificação de dois modelos de regressão logística, conforme segue:

Variável dependente do modelo logit 01 (SO):

- P_i = 1 se a empresa apresenta *Stock Options*
- P_i = 0 caso contrário.

Variável dependente do modelo logit 02 (BÔNUS):

- P_i = 1 se a empresa apresenta programa de bônus
- P_i = 0 caso contrário.

Empregou-se para os modelos logit a mesma amostra do modelo de regressão linear e alguns dos regressores do modelo geral da pesquisa. Os modelos buscam estimar a probabilidade das empresas da amostra possuírem stock options ou

remuneração variável a partir de algumas variáveis de governança, estrutura de propriedade, desempenho e características da companhia. Apresenta-se a seguir a especificação dos referidos modelos.

(2) Modelo logit para mensurar a probabilidade da companhia possuir stock options; (3) Modelo logit para mensurar a probabilidade da companhia possuir bônus em seu plano de incentivos.

$$\textit{logit}\ SO_i = \beta 0 + \beta 1 * CTit + \beta 2 * CONTROLi + \beta 3 * Log\ (ATit) + \beta 4 * Log\ (RTit) + \beta 5 * QDit =+ \beta 6 * ADRi + \beta 7 * SEGi + \beta 8 * DESEMPENHOit + \beta 9 * VALORit + \beta 10 * Setor + €i \quad (2)$$

$$\textit{logit}\ BONUS_i = \beta 0 + \beta 1 * CTit + \beta 2 * CONTROLi + \beta 3 * Log\ (ATit) + \beta 4 * Log\ (RTit) + \beta 5 * QDit =+ \beta 6 * ADRi + \beta 7 * SEGi + \beta 8 * DESEMPENHOit + \beta 9 * VALORit + \beta 10 * Setor + €i \quad (3)$$

logit SO_i*:* Variável dependente, assume valor 1 se a companhia *i* no ano *t* possui plano de opção por ações e valor 0, caso contrário.

logit $BONUS_i$*:* Variável dependente, assume valor 1 se a companhia *i* no ano *t* possui plano de bônus e valor 0, caso contrário.

β0: é o intercepto.

*β1 * CTit :* é o grau de concentração acionária avaliado pelo percentual de ações dos 3 maiores acionistas da i-ésima companhia.

β2 CONTROLi:* Controle acionário, assume valor 1 caso a companhia i seja de controle acionário público e 0 em caso contrário.

*β3 * Log (ATit):*Logaritmo do ativo total da i-ésima companhia.

*β4 * Log (RTit)* remuneração total em logaritmo natural da i-ésima empresa.

*β5 *QDit:* É número total dos membros que compõe o quadro de diretores da i-ésima companhia.

β6 ADRi:* Emissão de ADR, assume valor 1 caso a companhia *i* emita ADR e 0 em caso contrário.

β7 SEG:* Emissão de ADR, assume valor 1 caso a companhia *i* pertença ao Nível 2

ou novo mercado nos seguimentos da BMF&BOVESPA e 0 em caso contrário.

β8 DESEMPENHOit:* mensurado pelo ROA Lucro líquido dividido pelo ativo total da i-ésima companhia.

*β9 * VALORit:* Valor de mercado mensurado pelo Q de Tobin da i-ésima companhia.

*β10 * Setor:* Setor de atuação da i-ésima companhia.

€i: termo de erro que capta o componente não sistemático, a parcela de variáveis não explicadas pelo modelo.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Tratamento da amostra

Com o intuito de evitar o problema da ausência de normalidade a amostra foi tratada em duas etapas. Primeiramente transformaram-se algumas variáveis em seu logaritmo natural a fim de reduzir o efeito escala. Em seguida foram verificados os *outliers* para tratamento por meio do processo de *winsorização.*

Para Barnet e Lewis (1994), *outlier* consiste em uma observação que desvia muito das outras observações em um conjunto de dados, logo são possíveis valores discrepantes dos valores típicos da amostra selecionada. A verificação da presença dos *outliers* foi realizada através do teste de score Z para cada uma das variáveis do modelo econométrico. O escore Z é calculado a partir da fórmula apresentada a seguir e para que uma observação seja aceitável deve apresentar valor entre -3,00 e +3,00 (LEVINE, 2008).

$$Z = \frac{X - \overline{X}}{S}$$

Em que:

X representa o valor observado.

$\overline{X}$ é a média da amostra

S é o desvio padrão da amostra.

Para não limitar o tamanho da amostra empregou-se o processo de *winsorização*, que consiste em um método estatístico que elimina os *outiliers* por meio da suavização das caudas da distribuição. Dessa forma os valores extremos foram eliminados utilizando uma proporção p em 0,02, ou seja, 2% em cada parte da cauda, superior e inferior. Barnet e Lewis (1994) salientam que este método não exclui da amostra as observações extremas, mas substitui estas pelas observações adjacentes não extremas, sendo um método bastante empregado em pesquisas contábeis.

4.2 Estatística Descritiva

A fim de sintetizar e descrever os dados procedeu-se a estatística descritiva. A Tabela 3 resume os dados gerais referentes à remuneração executiva e tamanho do quadro de diretores antes da transformação em *logaritmo* e processo de *wisonrização*. Já a tabela 04 descreve as variáveis utilizadas na análise que corresponde em 296 observações no período de 2010 a 2012. Os resultados demonstram que a remuneração executiva anual nas companhias selecionadas pela amostra oscila entre R$ 518.172,00 a R$ 201.989.886,00, levando a uma média de R$ 18.198.898,84 e a um alto valor de desvio padrão. Isso demonstra que empresas possuem diferentes sistemas de remuneração. Algumas empresas apresentam conselhos e diretoria bem maiores que as outras, a variável tamanho do quadro de diretores evidencia este fator apresentando uma grande dispersão que compreende desde 2 a 31 executivos.

A variável concentração (CT) demonstra que em média as companhias da amostra possuem 49,40 por cento de concentração acionária. Já a variável concentração com direito a votos (CON) que mensura o percentual a ações com direito a votos no controle do principal acionista, apresenta uma média de 40,04 por cento, sendo que há uma alta dispersão nos dados com companhias apresentando apenas 5 por cento nesta variável contra 100 por cento em outras companhias.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis "Remuneração Executiva" e "Tamanho do Quadro de Diretores"

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RT	296	R$ 18.198.898,84	19,62	R$ 518.172,00	R$ 201.989.886,00
QD	296	6,31	3,31	2	31.83

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 4 - Estatística Descritiva das variáveis quantitativas

Variável	Obs	Média	Devio Padrão	Mínimo	Máximo
RT*	296	16.339	0.805	14.812	17.869
QD	296	6.184	2.308	2	11.7
AT*	296	1.360	1.520	99325	5.310
VM*	296	15.680	0.940	14.201	17.476
ROA	296	6.165	6.116	-4	18.9
ROE	296	13.61	12.941	-8.6	40.1
LPA*	296	1.099	1.230	-0.87	4.04
QT	296	1.178	1.134	0.12	4.31
CTU	296	40.043	23.081	5	100
CT	296	49.401	18.052	15.06	84.16

Fonte: Dados da pesquisa.
Notas (i): * Variáveis transformadas em LN; (ii) Definição das variáveis: RT: Remuneração Total; QD: Quadro de Diretores; AT: Ativo Total; VM: Valor de mercado; ROA: Retorno sobre o ativo; ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido; LPA: Lucro por ação; QT: Q de Tobin; CTU: percentual de propriedade de ações com direito a voto do principal acionista; CT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas.

As variáveis de uma forma geral apresentaram uma grande dispersão, o que pode demonstrar indícios do problema heterocedasticidade na regressão linear, contudo essa dispersão é natural tendo em vista que são trabalhadas empresas de tamanhos e estruturas diferentes, além de atuarem em setores distintos, cada um com sua peculiaridade.

Pode ser observada a partir da tabela 5 a frequência das observações nas variáveis categóricas do estudo. Do total das observações 19,93 por cento emitem ADR, 9,12 por cento possuem controle publico. Quanto ao seguimento de mercado de acordo com a classificação da BM&FBOVESPA, 16,22 por cento pertencem ao nível 1, enquanto 4,05 por cento pertencem ao nível 2 e 71,2 por cento pertencem ao novo mercado. A prevalência de empresas listadas no novo mercado se deu pela composição da amostra, que compreende nas empresas com maior liquidez em bolsa, que tendem a possuir um grau mais elevado de evidenciação.

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis categóricas

Controle acionário			
1	Público	27	9.12%
0	Privado	269	90.88%
Emissão de ADR			
1	Emite ADR Nível II e III	59	19.93%
0	Não emite ADR	237	80.07%
Nível nos seguimento da BM&FBOVESPA			
Tradicional e N1		72	24,33%
N2		12	4.05%
NM		212	71.62%

Fonte: Dados da pesquisa
Nota: os valores estão em número de observações totais, ou seja, considerando a companhia *i* no ano *t*

A baixa correlação nas variáveis explicativas é importante para o modelo, pois caso o modelo apresentasse correlação alta o mesmo teria baixa eficiência, vez que as variáveis apresentariam uma combinação linear exata. A tabela 6 revela a matriz de correlação das variáveis empregadas na pesquisa. A maior correlação apresentada foi entre as variáveis ROA e ROE, que também apresentam sinal diverso do esperado, desse modo decidiu-se testa-las de modo separado, uma em cada modelo.

Tabela 6 - Matriz de correlação entre as variáveis

Vars	RT	QD	CT	AT	VM	ROA	ROE	LPA	QT	CT2
RT*	1,000									
QD	0.2874***	1,000								
CT	-0.0779	-0.0360	1,000							
AT*	0,0932	0.0212	0.0684	1,000						
VM*	0.2516***	0.2172	0.1230	0.5780***	1,000					
ROA	-0.0769	0.0651	0.0279	-0.0869	0.1709**	1,000				
ROE	-0.0037	0.0504	0.0207	-0.0553	0.2556	**0.8111*** **	1,000			
LPA	0.0102	0.0189	-0.0648	0.0306	0.0224	0.0059	0.0177	1,000		
QT	0.1019*	0.1016**	0.0656	-0.1704	0.1881	0.5279*	0.5190*	-0.0821	1,000	
CTU	-0.0269	0.0510	-0.0321	-0.0249	-0.0692	0.0180	0.0400	0.1045	0.0257	1,00

Fonte: Dados da pesquisa.
Notas: (i) *****Variáveis em LN; (ii) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente; (iii) Em negrito destacada correlação abaixo do nível aceitável (0,80), conforme classificação de Gujarati (2006); (iv) Definição das variáveis: RT: Remuneração variável; QD: Quadro de Diretores; CT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; AT: Ativo Total; VM: Valor de mercado; ROA: Retorno sobre o ativo; ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido; LPA: Lucro por ação; QT: q de Tobim; CT2: percentual de propriedade de ações com direito a voto do principal acionista.

Adicionalmente foi testado se existe diferenças entre as companhias que remuneram mais e menos a seus executivos. Para isso as companhias foram ordenadas pela remuneração total e separadas em dois grupos conforme valor de seu pacote remuneratório, conforme estudos de Krauter (2009) e Silva e Chien (2013). Foi verificado que existe diferença significativamente estatística entre os dois grupos na maioria das variáveis, a exceção ficou por conta da variável ADR que apresentou diferença a 11%.

Os testes de diferenças de média e medianas são amplamente empregados em pesquisas na área de governança para uma análise preliminar e bivariada dos dados. Dessa forma não podem ser procedidas conclusões a partir dessa análise, mas ela fornece uma visão inicial do comportamento dos dados. A tabela 7 demonstra os resultados para o teste T de diferenças de médias e para o teste Mann Whitney.

Tabela 7 - Teste T de diferenças de médias e Teste Z de Wilcoxon

		Cias com maior remuneração total	Cias com menor remuneração total	Estatística dos testes	P-valor dos testes	Cias com maior percentual de remuneração variável	Cias com menor percentual de remuneração variável	Estatística dos testes	P-valor dos testes
Ln(RT)	*t*	16.991	15.687	23.745	0.000	16.966	16.267	2.859	0.002
	z	32930	11026	14.876	0.000	2006	844	3.202	0.001
Ln(QD)	*t*	6.737	5.631	4.238	0.000	6.844	6.493	0.652	0.258
	z	25336	18620	4.610	0.000	1771.5	1078.5	0.668	0.503
SO	*t*	0.797	0.641	3.011	0.000	1.833	0.40	1.831	0.035
	z	23680	20276	2.971	0.000	1953	897	3.013	0.002
BONUS	*t*	0.939	0.905	1.084	0.139	46.788	20.514	5.296	0.000
	z	22348	21608	1.084	0.078	2151	699	4.776	0.000
CONCENT	*t*	47.756	51.045	-1.570	0.094	42.904	59.599	-4.433	0.000
	z	20853.5	23102.5	-1.527	0.097	1323	1527	-4.188	0.000
CONTROL	*t*	0.047	0.135	-2.646	0.008	0.066	0.30	-2.803	0.006
	z	21016	22940	-2.620	0.008	1552.5	1297.5	-2.682	0.007
Ln(AT)	*t*	1.550	1.170	2.170	0.015	1556	1294	-1.666	0.095
	z	19329.5	3.598	3.598	0.000	3.540	8.550	-2.394	0.990
ADR	*t*	0.236	0.1621	1.602	0.055	1530	1320	-2.389	0.016
	z	22792	21164	1.598	0.110	0.4822	0.50	-0.069	0.527
SEG	*t*	0.689	0.743	-1.029	0.304	0.533	0.60	-0.563	0.712
	z	20853.5	22570	-0.630	0.303	1665	1185	-0.566	0.571
ROA	*t*	5.747	6.583	-1.176	0.879	6.447	5.993	0.285	0.388
	z	21049	22907	-1.262	0.206	1726.5	1123.5	0.179	0.858
QT	*t*	1.298	1.057	1.834	0.033	1.496	0.968	1.391	0.084
	z	22817.5	21138.5	1.140	0.025	1785	1065	0.811	0.041
ROE	*t*	13.592	13.640	-0.031	0.512	12.948	12.466	0.157	0.437
	z	21920.5	22035.5	-0.078	0.937	1721	1129	0.119	0.905
Ln(VM)	*t*	16.046	15.411	15.411	0.000	36458	36458.1	1.401	0.082
	z	25624	18332	4.952	0.000	1689	1161	0.227	0.020

Fonte: Dados da Pesquisa, com base em metodologia de Silva e Chien (2013).
Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão são reportados em parênteses (iii). Para as dummiers setor pela classificação do Economática, *sim* significa que ao menos uma foi significante e *não* o oposto. (iv) Definição das variáveis: Ln (RT): Remuneração total em ln; LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; SO: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de emissão stock options; BONUS: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de bônus; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; ND: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin; ROE: Retorno sobre o patrimônio; VM: Valor de mercado.

O teste de diferenças demonstra que companhias que mais remuneram seus executivos possuem menor concentração acionária, maior ativo total e também maior valor mensurado pelas proxies q de tobim e valor de mercado. As variáveis concernentes a desempenho contábil não demonstraram diferenças entre os grupos.

Quanto ao maior percentual de remuneração variável o teste de diferenças também apresenta alguns resultados interessantes, evidenciando que companhias pertencentes ao grupo de maior parcela de remuneração variável possuem um

maior valor de mercado.

4.3 Análise Econométrica

É apresentada nessa seção a análise econométrica do estudo, primeiramente foram esboçados os testes de atendimento aos pressupostos das regressões realizadas, em seguida a intepretação dos resultados dos modelos especificados e ainda os testes de sensibilidade e robustez empregados no estudo.

4.3.1 *Análise dos pressupostos da regressão*

Linearidade

A linearidade dos parâmetros deve ser um dos primeiros pressupostos a serem analisados. Para verificar a linearidade dos parâmetros da regressão, empregou-se o teste funcional RESET (*Regrression Specification Error Test*) de Ramsey, em que é possível verificar uma especificação linear perante uma alternativa quadrática. Dessa forma a hipótese nula do teste consiste na linearidade e a hipótese alternativa é a de não linearidade (RAMSEY, 1969; GUJARATI, 2006).

Para o atendimento desse pressuposto a relação entre as variáveis independentes e dependentes devem ser representada por uma função linear, para assim empregar no ajuste do modelo a forma funcional de mínimos quadrados ordinários. A violação desse pressuposto conduz a estimadores tendenciosos ou revela indícios de que variáveis relevantes foram omitidas (GUJARATI, 2006; HAIR et al, 2006). A equação do teste RESET que verifica a correta especificação linear do modelo é a seguinte:

Os resultados obtidos (Prob > F = 0.1863) sugerem que não é possível rejeitar a hipótese de linearidade para o modelo de regressão especificado, dessa forma tem-se um modelo que atende ao pressuposto da linearidade nos parâmetros, sendo especificado de maneira correta.

Normalidade

Após o tratamento da amostra verificou-se o pressuposto da normalidade dos resíduos da regressão a partir de alguns diagnósticos formais. O teste de normalidade de Jarque-Bera (JB) é um teste assintótico, oriundo dos resíduos dos mínimos quadrados (GUJARATI, 2006). A hipótese nula (Ho) para o teste JB é de que os resíduos são normalmente distribuídos. A estatística JB segue distribuição qui-quadrada com e se o valor *p* calculado para estatística JB for muito pequeno, rejeita-se a hipótese de que a distribuição dos resíduos é normal. O teste de Jarque Bera é dado pela seguinte expressão:

$$JB = \frac{n}{6}\left(S^2 + \frac{1}{4}(K-3)^2\right)$$

Em que:

n= tamanho da amostra,

S = coeficiente de assimetria,
K = coeficiente de curtose.

Para confirmar a premissa de normalidade foi empregado também o teste de Kolmogorov Smirnov. Assume-se nesse diagnóstico como hipótese nula a normalidade dos resíduos e como hipótese alternativa a ausência de normalidade. O teste Kolmogorov Smirnov, é baseado na diferença máxima absoluta entre a probabilidade observada e estimada.

O valor *p* apresentado na estatística JB foi de 0,1986, logo, maior que um nível de significância (alfa) 0,05 não se rejeitando desse modo à premissa de normalidade. Os resultados do teste Kolmogorov Smirnov, demonstraram que a hipótese nula de normalidade dos resíduos (p-valor = 0.782), não pode ser rejeitada, reforçando o teste anterior. Já a figura 5 demonstra a normalidade dos resíduos.

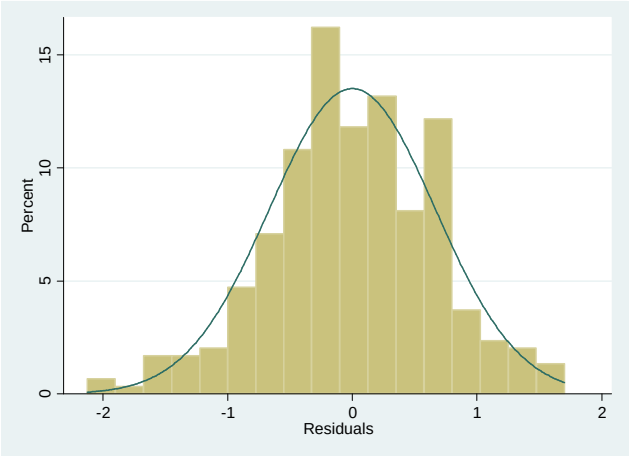

Gráfico 1 - Histograma dos resíduos da regressão.
Fonte: Dados da Pesquisa.

O histograma dos resíduos da regressão consiste em um dispositivo gráfico que permite conhecer a função de densidade de probabilidade de uma variável aleatória. No eixo horizontal têm-se os resíduos de MQO em intervalos adequados, e a altura de cada intervalo de classe determina o número de observações, ou seja, sua respectiva frequência. Desse modo a sobreposição da curva em forma de sino da distribuição normal no histograma permite a verificação de sua aproximação normal (GUJARATI, 2006, LEVINE et al, 2008)

Multicolinearidade

A fim de evitar o problema da multicolinearidade, que ocorre quando um dos regressores é combinação linear de outros regressores (CORRAR et al, 2007), aplicou-se um diagnóstico da multicolinearidade que verifica se há correlação entre variáveis independentes. O exame empregado foi o da estatística VIF – *Variance Inflation Factor* e o valor de referencia comumente empregado para este teste consiste em um VIF menor ou igual a 10, sendo que valores acima desse índice indicam multicolinearidade (HAIR et al, 2006). O modelo especificado atende ao pressuposto da ausência de multicolinearidade, pois além de não haver nenhuma variável com índice maior que 10 o valor médio apresentado foi 1,89 logo dentro dos limites aceitáveis.

Homocedasticidade

O problema da heterocedasticidade ocorre quando as variâncias não são as mesmas para todas as observações. A estatística é distribuída como uma distribuição qui-quadrada com p graus de liberdade sob a nula de não heterocedasticidade e de que o erro da regressão é normalmente distribuído (HAIR et al, 2006)

Levine et al (2008) destacam que a homocedasticidade ou a igualdade de variâncias, requer que a variância dos erros seja constante para todos os valores de X. O pressuposto da igualdade de variâncias é fundamental para realização de inferências em relação a *β0, β1, βn*...

Para detecção da heterocedasticidade empregou-se o teste de Pagan Godfrey. E o resultado encontrado foi de 0,1793, sendo assim a um nível de significância de 0,05 não rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade logo o modelo não apresenta heterocedasticidade.

Autocorrelação

Para o diagnóstico da autocorrelação em dados em painel empregou-se o teste de Wooldridge. Este teste possui como hipótese nula a ausência de autocorrelação de primeira ordem. A estatística do teste (F = 1300.479; valor p = 0,000) aponta para a ausência de autocorrelação, o teste segue a seguinte modelagem:

$$e_i = \rho e_{i-1} + u_i$$

Em que:

e_i = parâmetro de autocorrelação

u_i = variáveis aleatórias

4.3.2 *Análise inferencial e discussão dos resultados*

São apresentados nessa seção os resultados e análise inferencial destes. A tabela 8

resume os testes realizados no presente estudo com seus respectivos objetivos e resultados das estatísticas encontradas para o modelo de regressão em painel com dados desbalanceados indicando a correta especificação do modelo, bem como o atendimento aos pressupostos. É reportada apenas a análise do modelo (1) por razão de espaço, sendo que não houve divergência nos testes para os demais modelos.

Tabela 8 - Resultados das estatísticas de atendimento aos pressupostos da regressão linear

Pressuposto	**Teste realizado**	**Hipótese nula (H_0)**	**Resultado Obtido (Modelo1)**
Linearidade	Reset	Linearidade nos parâmetros	Prob > F = 0.1863
Normalidade	Jarque-Bera	Resíduos normalmente distribuídos	Chi (2) = 0,1986
	Kolmogorov Smirnov	Resíduos normalmente distribuídos	0,782
Homocedasticidade	Pagan Goldfrey	O modelo é homocedástico	0,1793
Autocorrelação	Wooldrige	Ausência de autocorrelação de primeira ordem	Prob>F = 0,0000
Multicolinearidade	Estatística VIF		VIF Mean 1,89

Fonte: Dados da pesquisa, baseado em Gujrati et al (2006).

A tabela 9 apresenta os resultados do modelo de regressão linear com dados em painel com a remuneração total (remuneração fixa + remuneração variável) como variável dependente.

Tabela 9 - Resultados da Regressão

Regressão com dados em painel não-balanceado					
Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i					
		(1) Pooled Ln (RT)	(2) Pooled Ln (RT)	(3) Pooled Ln (RT)	(4) Pooled Ln (RT)
Intercepto	β	16.079***	15.909***	10.22***	10.151***
	se	(0.258)	(0.255)	(0.775)	(0.792)
Ln(QD)	β	0.113***	0.119***	0.0824***	0.0839***
	se	(0.017)	(0.018)	(0.017)	(0.0178)
SO	β	0.245***	0.306***	0.371***	0.396***
	se	(0.104)	(0.103)	(0.096)	(0.0965)
BONUS	β	0.040	0.036	-0.0127	0.0672
	se	(0.158)	(0.159)	0.148)	(0.148)
CONCENT	β	-0.006***	-0.628***	-0.008***	-0.009***
	se	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.00218)
CONTROL	β	-0.568***	-0.006***	-0.478**	-0.452***
	se	(0.159)	(0.166)	(0.154)	(0.156)
Ln(AT)	β	8.500***	9.620***	1.890**	1.880***
	se	(3.320)	(6.470)	(6.920)	(7.010)
ADR	β	0.121	0.210*	0.123	0.128
	se	(0.133)	(0.118)	(0.114)	(0.116)
SEG	β	-0.259**	-0.292***	-0.076*	-0.086*
	se	(0.106)	(0.103)	(0.096)	(0.097)
ROA	β	-0.035***		-0.0268***	
	se	(0.009)		0.006)	
QT	β	0.210***	0.127***		
	se	(0.048)	(0.045)		
ROE	β		-0.009**		-0.011***
	se		(0.003)		(0.003)
Ln(VM)	β			0.388***	0.395***
	se			(0.050)	(0.051)
Setor		Sim	Sim	Sim	Sim
N.obs.		296	296	296	296
R^2		0.3273	0.2755	0.3901	0.3813
F		14.10	10.84	18.23	17.56
Prob > F		0.000	0.000	0.0000	0.0000
VIF Mean		1,40	1,33	1,44	1,46

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão são reportados em parênteses (iii). Para as dummiers setor pela classificação do Economática, *sim* significa que ao menos uma foi significante e *não* o oposto. (iv) Definição das variáveis: Ln (RT): Remuneração total em ln; LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; SO: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de emissão stock options; BONUS: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de bônus; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; ND: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin; ROE: Retorno sobre o patrimônio; VM: Valor de mercado.

O R^2 ajustado apresentou medida considerada razoável em todos os modelos estimados, uma vez que consistem em modelos que buscam analisar a significância dos regressores na composição da variável dependente e não um modelo preditivo de comportamento da variável dependente (SILVEIRA, 2002).

Perante os resultados da estimação dos parâmetros da regressão em painel

desbalanceado por meio dos mínimos quadrados ordinários, verifica-se que a variável de desempenho contábil, apresentou sinal diverso do esperado, sugerindo ausência de relação entre remuneração e desempenho contábil ou desempenho operacional. Esse resultado foi encontrado em diversos trabalhos anteriores como os de Jensen e Murphy (1990) Funchal e Terra (2006) e Banghoj et al (2010).

Contudo a variável Q de Tobin e Valor de Mercado, que mensuram o valor da companhia, apresentaram seus sinais positivos e significativos a 1% em todos os modelos como nos resultados das pesquisas de Agraval e Knoever (1996) e Pukthuanthong et al (2004).

No que tange a concentração de propriedade, o estudo confirmou a hipótese levantada em que quanto maior o nível de concentração, menor a remuneração, tendo em vista que empresas mais concentradas possuem um maior nível de monitoramento, reduzindo assim os custos de agência (CHOUROU; ABAOUB; SAADI, 2008).

Verificou-se também relação positiva entre tamanho da empresa e a remuneração executiva. Esse resultado corrobora com a maior parte dos estudos anteriores (ZHOU, 2000; CONYON, 1997; BRUNELLO et al, 2001; ALI SHAH et al, 2009; BANGHOJ et al; 2010; VENTURA, 2012) e confirma a hipótese 3 do presente estudo.

Atinente ao tamanho do quadro de diretores a variável apresentou-se positiva e significativa a 1%, confirmando a hipótese de que quanto maior o número de executivos maior o nível de remuneração, pois a medida em que aumenta o número de diretores a uma redução do poder de monitorar as ações dos agentes e para isso elevam-se os incentivos como forma de motivá-los à otimização do valor da companhia. Estes resultados vão ao encontro de conclusões de outros estudos tais como Ali Shah et al (2009), La Porta, López de Silanes e Shleifer (2000) e Banghoj et al (2010)

A variável SO, também apresentou-se estatisticamente significativa, ela identifica se a companhia possui plano de opção por ações e apresentou sinal positivo a um nível

de significância de 1% sugerindo que companhias com *stock options* apresentam um maior nível de remuneração. Já a variável Control (controle acionário) mostrou-se negativamente significativa, logo uma relação previamente esperada, confirmando que as empresas de controle acionário público possuem um menor nível de remuneração.

Destaca-se ainda que, pesquisas no âmbito da remuneração executiva têm considerado como variável de controle o setor de atuação da companhia, pois assim como o tamanho da mesma, consiste em fator relevante na determinação da remuneração. No modelo especificado os setores de mineração (coeficiente estimado de 6.960), química (coeficiente estimado de 3.020), petróleo e gás (coeficiente estimado de 3.130) foram positivamente significativos ao nível de 1% e os setores de veículos, software e dados e papel e celulose foram significantes a 5%. Não faz parte do escopo do presente estudo inferir sobre os motivos para as diferenças nestes setores, contudo observa-se a importância destes, dadas suas distinções e substancialidades, na explicação da remuneração executiva (CONYON; MURPHY, 2000; FUNCHAL; TERRA, 2006).

A tabela 10 demonstra os resultados dos modelos estimados considerando como variável dependente a remuneração média individual (razão da remuneração total pelo número de administradores). Os coeficientes mantiveram as direções alternando apenas alguns níveis de significância estatística.

Tabela 10 - Resultados da Regressão

Regressão com dados em painel não-balanceado					
*Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i*					
		(1) (Ln)RMI	(2) (Ln)RMI	(3) (Ln)RMI	(4) (Ln)RMI
Intercepto	B	14.904***	14.902***	0.261***	0.300***
	Se	(0.23)	(0.24)	(0.09)	(0.09)
SO	B	0.245**	0.291***	0.261***	0.300***
	Se	(0.10)	(0.10)	(0.09)	(0.09)
BÔNUS	B	0.021	-0.064	0.041	-0.033
	Se	(0.15)	(0.15)	(0.14)	(0.14)
CONCENT	B	-0.007***	-0.007***	-0.008***	-0.008***
	Se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
CONTROL	B	-0.653***	-0.634***	-0.688***	-0.652***
	Se	(0.15)	(0.16)	(0.14)	(0.14)
Ln(AT)	B	0.010*	0.013**	0.034**	0.028***
	Se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
ADR	B	0.042	0.011	-0.022	-0.051
	Se	(0.13)	(0.13)	(0.12)	(0.12)
SEG	B	-0.307***	-0.282***	-0.237**	-0.235**
	Se	(0.10)	(0.10)	(0.09)	(0.10)
ROA	B	-0.031***		-0.033***	
	Se	(0.01)		(0.01)	
QT	B	0.170***	0.114***		
	Se	(0.05)	(0.04)		
ROE	B		-0.008**		-0.013***
	Se		(0.00)		(0.00)
Ln(VM)	B			0.377***	0.371***
	Se			(0.05)	(0.05)
Setor		Sim	Sim	Sim	Sim
N.obs.		296	296	296	296
R^2		0.2194	0.1968	0.3137	0.2990
F		8.93	7.79	14.53	13.56
Prob > F		0.000	0.000	0.0000	0.0000
VIF Mean		1.60	1.51	1.77	1.76

Fonte: Dados da Pesquisa
Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

Diante do exposto verifica-se que os resultados sugerem que o tamanho da companhia, o tamanho do quadro de diretores, a opção por ações, o controle privado, a concentração de propriedade e o valor de mercado da companhia explicam ou relacionam-se positivamente com a remuneração executiva na amostra selecionada.

Por sua vez, a tabela 11, demonstra os resultados da regressão logística que utiliza

como variável dependente os tipos de remuneração variável encontrados na amostra selecionada e o fato da companhia possuir um maior percentual de remuneração variável em seu pacote de incentivos. Quanto às estatísticas de validação do modelo o *Model Chi-squadre* verifica se todos os coeficientes da regressão são nulos, sendo assim o valor P de 0,0000 para as estatísticas de 85,90, 36,82 e 83.38 rejeita a hipótese de que todos os coeficientes são nulos, desse modo ao menos um parâmetro da regressão é diferente de zero. O *Likelihood Value* testa a capacidade de o modelo estimar a probabilidade de ocorrência de determinado evento, onde quanto menor o valor da estatística melhor. Os valores apresentados foram consistentes, indicando um bom ajustamento do modelo.

O Pseudo R2 apresentado foi de 0,329 para o modelo (1); 0,227 para o modelo (2) e 0.8260 para o modelo (3) e indicam a acurácia do modelo, ou seja, os modelos podem ser empregados para explicar a variável dependente (HAIR et al, 2006; CORRAR et al 2007). No inferior da tabela também é apresentado também a estatística Count R2, que consiste na razão entre o número de previsões corretas e o número de observações do modelo, Os valores apresentam um adequado grau de ajustamento dos modelos. Por fim a estatística *Hosmer & Lemeshow* verifica a hipótese nula de que não há diferenças entre os valores previstos e observados. As estatísticas qui-quadradas apresentaram ($p>0,05$) podendo assim demonstrar qualidade de ajustamento. Procedeu-se ainda a validação dos modelos por meio de curvas ROC, que são apresentadas no APÊNDICE D.

Tabela 11 – Resultados da Regressão logística método *enter*

logit$_i$ = β0 + *β1 *CTit + β2* CONTROLi + β3*Log (ATit) + β4*Log (RTit) + β5*QDit =+ β6*ADRi + β7*SEGi + β8 * DESEMPENHOit + β9 * VALORit + β10 * Setor + €i*

	(1) Stock Options	(2) Bônus	(3) Remuneração Variável
Intercepto	4.836* (3.36)	-1.591 (4.86)	41.614* (27.44)
Ln(RT)	0.556*** (0.20)	0.293* (0.30)	4.883** (2.38)
Ln(QD)	0.111* (0.07)	0.053 (0.10)	-0.323 (0.362)
CONTROL	-3.125*** (0.67)	-0.861 (0.68)	3.867 (4.14)
CONCENT	-0.011* (0.01)	-0.034** (0.01)	-0.507*** (0.163)
Ln(AT)	0.353** (0.16)	0.000* (0.00)	7.940*** (3.010)
ADR	0.665 (0.49)	1.258* (0.85)	8.556** (3.347)
SEG	0.4054 (0.473)	-1.034 (3.295)	6.721* (3.498)
ROA	-0.016 (0.02)	0.147*** (0.05)	-0.301 (0.260)
QT	0.470* (0.21)	0.004* (0.27)	1.933** (1.118)
Setor	Sim	Sim	
Pseudo R^2	0.3382	0.2277	0.8260
Log likelihood	-133.798	-65.807	-8.7847
Wald chi2	85.90	36.82	83.38
Prob > chi2	0.0000	0.0000	0.0000
Count R^2	0.787	0.922	0.973
Hosmer-Lemeshow (HL)	10.55	33.43	5.10
Prob > HL	0.338	0.204	0.730
N	296	296	296

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes; SO: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de emissão stock options; BONUS: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de bônus; Remuneração variável: variável dummy = 1 se a companhia possui maior percentual de remuneração variável em seu pacote remuneratório; Definição das variáveis independentes: LnRT: Remuneração total em ln; LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

No que tange aos resultados do primeiro modelo de regressão logística estimado, infere-se que, a variável de controle *ativo total* apresentou-se estatisticamente significativa a 5% e possui relação positiva, logo o tamanho da companhia impacta positivamente na probabilidade das companhias utilizarem plano de opção por ações. Já a variável *controle acionário*, significativa a 1% e concentração acionária,

significativa a 10% aponta que companhias de controle publico possuem uma menor probabilidade de utilizar *stock options.* Quanto às variáveis de desempenho, somente o indicador de Q de Tobin demonstrou-se estatisticamente positivo, a uma significância de 5%, sugerindo que empresas com um maior valor de mercado possuem uma maior probabilidade de aderirem opção por ações em seus planos de incentivos. Ademais, os setores de energia elétrica (coeficiente estimado de -2.197225) e alimentos (coeficiente estimado de -1.673976) apresentaram uma relação inversa à concessão de *stock options*, aos níveis de significância de 1% e 5% respectivamente, logo a concessão de plano de opção por ações tende a ser menores nesses setores.

No modelo seguinte foi considerado como dependente a variável binária que assume valor 1 para empresas que possuem plano de bônus e 0 caso contrário. As estatísticas dos testes de validação demonstram a acurácia do modelo e podem ser verificadas na parte inferior da tabela. Os resultados demonstram que companhias com menor concentração de propriedade, maior ativo total, maior remuneração e que emitem ADR, possuem maior probabilidade de possuírem em seu pacote de remuneração um plano de bônus. Confirma-se também que companhias com maior desempenho contábil e de mercado impactam positivamente no uso plano de bonificações, tendo em vista que as variáveis ROA e Q de Tobim mostraram-se significativas estatisticamente e positivas. Finalmente quanto aos setores, o setor de petróleo e gás (coeficiente estimado de 3.036) demonstrou-se com relação positiva e estaticamente significativa a 5%, outrora o setor de energia (coeficiente estimado em (-2.743) apresentou-se com relação negativa e estatisticamente significativa a 10%.

Finalmente o modelo logit (3) considerou como valor 1 as companhias que possuem maior percentual de remuneração variável em seu montante de pagamentos aos executivos. Os resultados demonstram que companhias com menor concentração acionária, maior ativo total, que pertencem ao novo mercado e emitem ADR nos níveis II e III possuem maior probabilidade de possuir uma maior remuneração variável para seu quadro de administradores. Ademais mostrou-se significativo a 5% o valor de mercado mensurado pelo q de Tobin.

4.3.3 *Testes de sensibilidade e robustez*

Além do modelo geral proposto e suas respectivas estimações apresentadas, foram testadas outras combinações de variáveis, tais como interações de variáveis quantitativas e qualitativas e outras formas funcionais, contudo, tais combinações não alteraram significativamente a interpretação das relações entre a variável dependente e explanatórias.

Um dos testes de robustez empregado no presente estudo foi o modelo de regressão linear com uma nova variável de desempenho econômico e nova variável para mensurar valor de mercado. Foram coletadas então variável EBITIDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) que consiste em um indicador financeiro que aponta os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização e também a variável crescimento de valor de marcado que considera o crescimento do valor de mercado da companhia nos últimos 5 anos.

Considerou-se também a variável receita de vendas para mensuração de dimensão ou tamanho da companhia. O EBITIDA, o crescimento do valor de mercado e a receita de vendas já foram utilizados na mensuração de desempenho em estudos anteriores, como o de Grinstein e Hribar (2004) e Funchal e Terra (2006). A tabela 12 demonstra os resultados dessa análise.

Tabela 12 - Regressão com novas variáveis para mensurar tamanho, desempenho e valor

Dados em painel não-balanceados				
*Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i*				
		(1) RT	(2) RT	(3) RT
Intercepto	β se	13.755*** (0.54)	15.664*** (0.58)	15.733*** (0.21)
Ln(QD)	β se	0.106*** (0.02)	0.117*** (0.02)	0.117*** (0.02)
SO	β se	0.305*** (0.10)	0.299*** (0.10)	0.319*** (0.10)
CONCENT	β se	-0.005** (0.00)	-0.006** (0.00)	-0.006*** (0.00)
CONTROL	β se	-0.471*** (0.16)	-0.663*** (0.16)	-0.552*** (0.16)
Ln(REC)	β se	0.136*** (0.04)	0.016*** (0.04)	
Ln(AT)	β se			0.000*** (0.00)
SEG	β se	-0.271* (0.19)	-0.202*** (0.11)	-0.225** (0.11)
ADR	β se	0.107 (0.13)	0.189* (0.10)	0.083 (0.04)
EBITIDA	β se	-1.888** (0.55)	-0.743*** (0.40)	-1.443*** (0.52)
QT	β se	0.181*** (0.05)		0.167*** (0.05)
CRESCVM	β se		0.019*** (0.00)	
N.obs.		296	296	296
R^2		0.2816	0.2602	0.2868
F		14.06	14.47	14.43
Prob > F		0.000	0.000	0.0000
VIF Mean		1.44	1.66	1.26

Fonte: Dados da Pesquisa
Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RT: ln da Remuneração total: Remuneração Fixa + Remuneração Variável; Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; ; SO: variável dummy = 1 se a companhia possui plano de emissão stock options; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; LnREC: Receita de vendas em ln; LnAT: Ativo total em ln; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; ROA: Retorno sobre o ativo; EBITDA: Razão do EBTIDA pelo Ativo Total; QT: q de Tobin; CRESCVM: crescimento do valor de mercado dos últimos 5 anos.

Outro teste realizado foi o emprego de sub-amostras. As companhias do Novo Mercado apresentaram um sinal negativo e significativo no modelo geral da pesquisa, além desse fato, as companhias listadas nesse seguimento foram à maioria da amostra selecionada, sendo assim procedeu-se uma análise do comportamento das variáveis na concepção das companhias desse seguimento. Verificou-se também o comportamento das variáveis com a sub-amostra de empresas que emitem ADR nos níveis II e III. A tabela 13 esboça os resultados

dessas análises.

Tabela 13 - Resultados da Regressão com sub-amostras

Regressão com dados em painel não-balanceado					
Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i					
		Sub-amostra Novo Mercado		Sub-amostra ADR	
		(1)	(2)	(3)	(4)
		(Ln)RT	(Ln)RMI	(Ln)RT	(Ln)RMI
Intercepto	β	15.552***	14.480***	15.693***	14.780***
	se	(0.25)	(0.23)	(0.51)	(0.43)
QD	β	0.107***		0.168***	
	se	(0.02)		(0.04)	
SO	β	0.345**	0.393***	0.245	0.173
	se	(0.13)	(0.12)	(0.22)	(0.23)
Bônus	β	0.240	-0.115	0.248	0.023
	se	(0.13)	(0.16)	(0.23)	(0.29)
Control	β	-0.405*	-0.494**	-0.953**	-1.076***
	se	(0.25)	(0.25)	(0.27)	(0.26)
Concent	β	-0.009***	-0.009***	-0.013***	-0.015***
	se	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.01)
LnAT	β	0.028**	0.013***	0.098***	0.083**
	se	(0.05)	(0.00)	(0.11)	(0.00)
ADR	β	0.127	-0.408**		
	se	(0.17)	(0.18)		
SEG	β			-0.487***	-0.528***
	se			(0.18)	(0.18)
ROE	β	-0.049***	-0.011**	-0.042*	-0.011*
	se	(0.01)	(0.00)	(0.02)	(0.01)
QT	β	0.228***	0.153***	1.215***	1.072***
	se	(0.05)	(0.05)	(0.29)	(0.25)
N.obs.		212	59	212	59
R^2		0.3382	0.7073	0.2279	0.6611
F		11.47	15,10	7.49	12,19
Prob > F		0.000	0.000	0.0000	0.0000
VIF Mean		1,95	1,76	1,44	1,73

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

Verifica-se que os resultados da sub-amostra mantiveram as direções da amostra geral, o q de Tobin foi significativo com relação positiva, enquanto o ROA significativo com relação negativa. Os resultados destes testes de sensibilidade coadunam com o modelo geral da pesquisa e demonstram sua acurácia.

Foram incluídas também novas variáveis no modelo a fim de testar o comportamento destas, bem como o poder explicativo com nova combinação de variáveis. Incluíram-

se então as variáveis tamanho do conselho de administração e concentração de mercado. A primeira considera o número de conselheiros em cada companhia, sendo uma variável concernente às características de governança da companhia, enquanto a segunda, a partir do índice de *Herfindahl-Hirschman*, verifica a participação da companhia em seu respectivo mercado de atuação. Para tanto observou-se o grau de competição a partir dos setores da BM&FBOVESPA, que são mais amplos, pois na classificação do Economática foram coletadas algumas companhias classificadas no setor outros, o que não refletiria corretamente um mercado. O uso dessa variável foi baseado nos estudos de Dhaliwal et al (2008), Wanzenried, Piazza e Pedergnana (2007) e Johnsen (2003) sendo medida a partir do *market share* (concentração de mercado) oriundo da proporção do ativo total da companhia *i* em relação ao ativo total do setor ou seguimento *i*. Entretanto o incremento dessas duas variáveis não alterou qualitativamente o poder preditivo do modelo e não foram observadas relações com a remuneração executiva para amostra selecionada.

Foi testada também a relação entre a remuneração executiva e o desempenho contábil com o uso de variáveis dummies para performance operacional. Perante a relação apresentada nas estimações anteriores, tem-se que os executivos recebem um salário (bônus) mesmo quando o ROA ou o ROE é negativo e este pode não diferir quando apresentar-se positivo. Para testar ou confirmar essa relação criou-se, baseado no estudo de Banghoj et al (2010), duas variáveis binárias, onde se atribui 1 quando o ROA é positivo e 0 quando o ROA é negativo, estabelecendo-se a mesma atribuição no caso do ROE.

Os resultados confirmam a qualificações do modelo, ao passo que tanto o ROA quanto o ROE, testados um de cada vez, apresentaram coeficientes significativos a 0,001, sendo que os estimadores foram em todos os casos negativos, logo a relação confirmou-se negativa. Tais resultados são demonstrados na tabela 14.

Tabela 14 - Resultados da Regressão com dummies para ROA e ROE

Regressão com dados em painel não-balanceado					
Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i					
		(1) (Ln)RT	(2) (Ln)RT	(3) (Ln)RMI	(4) (Ln)RMI
Intercepto	β	15.449***	16.004***	15.143***	14.799***
	se	(0.24)	(0.28)	(0.25)	(0.24)
QD	β	0.122***	0.125***		
	se	(0.02)	(0.02)		
SO	β	0.307***	0.272***	0.232**	0.228**
	se	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
Bônus	β	0.095	0.033	0.043	0.052
	se	(0.16)	(0.16)	(0.15)	(0.15)
Control	β	-0.542***	-0.554***	-0.620***	-0.673***
	se	(0.16)	(0.16)	(0.15)	(0.15)
Concent	β	-0.008***	-0.008***	-0.008***	-0.007**
	se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
LnAT	β	0.028**	0.098**	0.013*	0.083*
	se	(0.05)	(0.11)	(0.00)	(0.00)
ADR	β	0.115	0.101	0.044	0.049
	se	(0.13)	(0.13)	(0.12)	(0.12)
SEG	β	-0.175*	-0.221**	-0.272***	-0.292***
	se	(0.11)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
ROADummy	β	-0.416***		-0.476***	
	se	(0.12)		(0.11)	
ROEDummy	β	(0.01)	-0.491***		-0.029**
	se		(0.12)		(0.01)
QT	β	0.096**	0.111***	0.091**	0.157***
	se	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.05)
N.obs.		296	296	296	296
R^2		0.2969	0.3247	0.3189	0.2293
F		10.90	12,41	12.09	8.48
Prob > F		0.000	0.000	0.0000	0.0000
VIF Mean		1.37	1.39	1.54	1,56

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

Na literatura de economia e finanças é comum a comparação do método MQO com métodos de estimação alternativos (ALMEIDA, 2010). A tabela demostra os resultados das estimações com o modelo POLS, POLS com erros-padrão robustos *clusterizados*, efeitos aleatórios e efeitos aleatórios com erros-padrão robustos *clusterizados*. Os resultados em geral não mudaram significativamente não

ocorrendo mudança na direção dos coeficientes.

Com os dados estimados por erros-padrão robustos *clusterizados* os erros são agrupados, sendo que os resíduos são correlacionados em um mesmo agrupamento e não entre os grupos. Ademais os erros-padrão robustos *clusterizados* evitam o efeito de eventual heterocedasticidade. Os resultados demonstram que a estimação realizada com por erros-padrão robustos *clusterizados* tanto no modelo POLS quanto no modelo de efeitos aleatórios as estatísticas mantiveram-se similares.

Outro fator importante em pesquisas empíricas na área de finanças é averiguar a questão da endogeneidade. Conforme Silveira (2009) uma das fontes de endogeneidade é a causalidade reversa que consiste na determinação simultânea. Para mitigar os efeitos de possível endogeneidade, estudos que envolvem governança corporativa e sua relação com desempenho (CAMPELLO, GALVÃO, 2010; SILVA, CHIEN, 2013; SONZA, KLOECKNER, 2014) têm aplicado o modelo de dados em painel pelo método dos momentos generalizado (GMM), em que são consideradas observações múltiplas de cada indivíduo ao longo do tempo em uma determinada amostra.

Foi empregado, portanto, o modelo com dados em painel não balanceado pelo GMM com aplicação do modelo dinâmico (GMM-Sys), em que se aplica a variável dependente defasada como explicativa. Os coeficientes demonstraram o mesmo sinal que os demais modelos da pesquisa, contudo as variáveis concernentes a desempenho apresentaram menor significância estatística. Os resultados das estimações são demonstrados na tabela 15.

Tabela 15 - Resultados da Regressão com diferentes métodos de estimação

Regressão com dados em painel não-balanceado						
		OLS	**OLS com erros-padrão robustos clusterizados por setor**	**RE**	**RE com erros-padrão robustos clusterizados por setor**	**GMM-Sys**
Intercepto	β	15.941***	15.941***	15.538***	15.538***	4.102
	se	(0.42)	(0.42)	(0.30)	(0.40)	0.746***
QD	β	0.115***	0.115***	0.121***	0.121***	0.021*
	se	(0.02)	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.01)
SO	β	0.249**	0.249*	0.318***	0.318***	0.0341*
	se	(0.10)	(0.16)	(0.10)	(0.10)	(0.07)
Bônus	β	0.057	0.057	0.080	0.080	0.111
	se	(0.16)	(0.35)	(0.15)	(0.15)	(0.12)
Control	β	-0.639***	-0.639**	-0.645***	-0.645***	-0.528***
	se	(0.16)	(0.23)	(0.16)	(0.16)	(0.02)
Concent	β	-0.006***	-0.006**	-0.006***	-0.006***	-.0068***
	se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
LnAT	β	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000
	se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
ADR	β	0.196	0.196	0.045	0.045	0.165
	se	(0.12)	(0.15)	(0.13)	(0.19)	0.40
SEG	β	-0.317***	-0.317*	-0.237**	-0.237	-0.308**
	se	(0.10)	(0.15)	(0.10)	(0.18)	(0.08)
ROA	β	-0.040***	-0.040***	-0.030***	-0.030**	-0.013*
		(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
QT	β	0.203***	0.203***	0.208***	0.208***	0.198**
	se	(0.05)	(0.06)	(0.05)	(0.06)	(0.05)
RT(-1)						0.745***
						(0.47)
N.obs.		296	296	296	296	296
R^2		0.2751	0.3064	0.3371	0.3371	0.4681
F		15.03	28.37			
Prob > F		0.0000	0.0000			
Wald chi2				139.52	669.95	1158.03
Prob > chi2				0.0000	0.0000	0.0000
AR1						-2,00
AR2						-1,28

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii) Erros-padrão clusterizados para 17 setores economática; (iv) AR1 e AR2 representam o teste de autocorrelação serial de ordem 1 e 2; Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

Adicionalmente empregou-se a abordagem com dados e em painel balanceado, para isso foram utilizadas apenas as informações das companhias presentes em todos os anos da amostra, reduzindo a mesma para 288 companhias. Os resultados, em geral, coadunam com os estimados no modelo geral da pesquisa e são

apresentados no apêndice E.

Finalmente foram testadas as sensibilidades da remuneração fixa e desempenho; remuneração variável e desempenho bem como incentivos de curto e longo prazo e desempenho. Os resultados demonstraram que no caso da remuneração fixa o desempenho contábil (ROA) e o valor da companhia (Q de Tobim) estão negativamente relacionados com o desempenho. Não obstante, no caso da remuneração variável estimou-se relação positiva, embora não significativa, com o desempenho e valor da companhia. Outro resultado interessante apresentado nessa análise é em relação aos incentivos de curto prazo e longo prazo, o ROA apresentou-se com relação significativa e positiva com a variável dependente em ambos os casos, já o Q de Tobin apresentou relação positiva e significativa apenas com o percentual de incentivos de longo prazo. As estimações foram reportadas no apêndice F.

Diante dos testes adicionais elencados nos parágrafos anteriores, têm-se resultados robustos para verificar a relação entre remuneração executiva e seus respectivos planos de incentivos com o desempenho e valor das companhias de capital aberto selecionadas na amostra do presente estudo, uma vez que os resultados dos diferentes exames de robustez suportam as estatísticas geradas pelos modelos gerais, reforçando os resultados da pesquisa.

Perante da estimação dos coeficientes e significâncias estatísticas apresentadas o quadro 11 demonstra um resumo dos resultados do presente estudo com as referidas hipóteses que foram confirmadas, refutadas ou negadas.

Hipóteses	Metodologia	Relação Esperada	Relação Encontrada	Sig.
Hipóteses Primárias (Objetivo Geral)				
H1: *Ceteris paribus*, há uma relação positiva entre remuneração executiva e o desempenho contábil.	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	+	-	Refutada*
H2: *Ceteris paribus*, há uma relação positiva entre remuneração executiva e valor de mercado.	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	+	+	Aceita*
H3: *Ceteris paribus*, a probabilidade de uma companhia utilizar plano de opções de ações, bônus e está positivamente relacionada ao desempenho contábil.	Teste T e Z-ESTAT diferenças entre grupos; Regressão logística método *enter.*	+	+	Aceita parcialmente
H4: *Ceteris paribus*, a probabilidade de uma companhia utilizar plano de opções de ações, bônus está positivamente relacionada ao valor de mercado.	Teste T e Z-ESTAT diferenças entre grupos; Regressão logística método *enter.*	+	+	Aceita*
Hipóteses Secundárias (Objetivos Específicos)				
H5: *Ceteris paribus*, há uma relação negativa entre concentração de propriedade e remuneração executiva	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	-	-	Aceita*
H6: *Ceteris paribus*, há uma relação negativa entre melhores práticas de governança e remuneração executiva.	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	-	-	Aceita*
H7: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e remuneração de executivos	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	+	+	Aceita*
H8: *Ceteris paribus*, há uma relação positiva entre o número de executivos e remuneração executiva.	Regressão Linear Múltipla MQO e MQG	+	+	Aceita*

Quadro 11 - Síntese dos resultados alcançados.
Nota: (i) * Foi encontrado nível de significância de 5% em pelo menos um dos modelos estimados; (ii) Atinente às variáveis de controle, foram encontradas relação negativa entre remuneração executiva e companhias de controle acionário público; A variável stock options também apresentou relação positiva com a remuneração total e média individual dos executivos; A variável ADR apresentou resultados contraditórios nas estimações e a variável setor demonstrou alguns setores relacionados positivamente com a remuneração executiva, tais como o de petróleo e gás, mineração e química.

CONCLUSÕES

Diante do conflito de interesses entre acionistas e executivos e assimetria informacional oriunda da separação de propriedade e controle, a governança corporativa atua com mecanismos para solucionar o problema de agência. Dentre os mecanismos propostos pela governança corporativa está o contrato de incentivos que deve ser vinculado ao desempenho apresentado pela companhia (HART, 1995; SHLEIFER; VISHNY, 1986).

Perante a relevância do contrato de incentivos para alinhar os interesses dos acionistas e dos executivos, primando pela maximização do valor da companhia, o objetivo do presente trabalho foi analisar a relação existente entre remuneração executiva e desempenho em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. A análise dados foi realizada considerando o período de dados disponíveis, entre 2010 a 2012.

A amostra não probabilística foi composta por 100 companhias mais liquidas com base no grau de liquidez em quantidade de ações, totalizando 300 observações no período 2010-2012. Contudo foram excluídas 4 observações por ausência de dados, chegando-se assim a 296 observações.

Desse modo foi realizada a estatística descritiva bem como estimados os modelos de regressão linear e regressão logística. Para os modelos de regressão linear considerou-se como variável de resposta a remuneração total executiva. Nos modelos de regressão logística foi utilizada como variável de resposta à existência de plano de opção por ações (*stock options*) e o emprego de remuneração variável.

A análise descritiva demonstrou ampla dispersão nos dados referentes à remuneração executiva e tamanho do quadro de diretores executivos, o que pode ser reflexo dos diferentes tamanhos, setor de atuação e demais características das companhias.

Para estabelecer relação entre as variáveis, empregaram-se as hipóteses da pesquisa que foram testadas a partir dos modelos de regressão apresentados. A

primeira hipótese da pesquisa (relação positiva entre remuneração e desempenho contábil) não pode ser confirmada, pois apresentou relação insignificante em alguns modelos ou relação diversa da esperada. Muitos estudos não confirmaram a hipótese, dessa forma os resultados da pesquisa vão ao encontro com alguns trabalhos que abordam o tema, tais como Funchal e Terra (2006), Duffhues e Kabir (2007), Barontini e Bozzi (2011), Chien (2012), Banghoj et al (2010).

Em contraponto a hipótese 2 da pesquisa, fora confirmada ao passo que encontrou-se relações positivas e estatisticamente significante entre remuneração executiva e indicadores de valor de mercado, o que vai ao encontro de estudos internacionais, tais como Murphy (1985), Main, Bruce e Buck (1996), Hubbard e Palia (1995) Yi Chien (2012) Agraval e Knoever (1996), Pukthuanthong et al (2004) e Camargo, Helal e Boas (2007), Frydman e Saks (2010).

De acordo com a teoria da agência o principal (acionistas) contrata o um agente (executivo) para administrar sua empresa, este fato decorre do nível de complexidade das companhias modernas, que geram a necessidade de separação entre propriedade e controle. Desse modo existem razões para acreditar que o agente nem sempre agirá em busca dos interesses do principal (JENSEN; MEKLING, 1976; FAMA, 1980).

Para limitar a divergência de interesses, conhecida como conflito de agência, vários autores consideram que o plano de incentivos pode atuar como um importante mecanismo de governança corporativa, principalmente se ele estiver relacionado a metas de desempenho (SHLEIFER; VISHNY, 1986; DEVERS et al 2007; KRAUTER, 2009). O entendimento deste mecanismo de governança parte do pressuposto que ele pode evitar o conflito de agência ao vincular o contrato de incentivos com os resultados da companhia. Nesse sentido o presente trabalho não pode confirmar a hipótese de relação positiva entre remuneração executiva e desempenho contábil, contudo confirmou-se a hipótese da relação positiva e significativa com o valor de mercado da companhia.

O objetivo da firma, conforme a teoria econômica é maximizar seu valor para os acionistas a partir da alocação eficiente e produtiva dos fatores de produção, nesse

contexto os executivos possuem esse papel e são remunerados para cumprimento deste (MURPHY, 1985; BAKER, JENSEN e MURPHY, 1988; HART, 1995). Os resultados sugerem, portanto, que um maior valor de mercado explica a remuneração executiva das companhias pesquisadas, o que corrobora com a hipótese do plano de incentivos, na concepção do que fora predito na teoria da agência. Dessa forma a remuneração executiva, considerando o valor de mercado como desempenho, tem sido empregada com efetividade para atenuar o problema de agência.

Era de se esperar também uma relação positiva entre a remuneração e o desempenho contábil, porém o estudo não confirmou a hipótese, conforme outros estudos anteriores que também não conseguiram confirmar tal hipótese, o que pode sinalizar existência de conflitos entre os interesses dos acionistas e executivos, no que concerne ao resultado operacional da amostra selecionada. Dessa maneira a maior remuneração não traduz em maior rentabilidade para companhia em curto prazo o que pode apontar deficiências no tratamento do problema de agência, no âmbito do mecanismo do contrato de incentivos.

Em relação aos planos de remuneração variável foram testadas as hipóteses 3 e 4, que esperam relação positiva entre a probabilidade de uma companhia adotar *stock options, bônus* e o desempenho contábil e valor da companhia, respectivamente. A hipótese 3 foi parcialmente confirmada, ao passo que mostrou relação positiva somente entre bônus e desempenho contábil. Já a hipótese 4 foi confirmada para todos incentivos do pacote remuneratório, demonstrando relação positiva com o desempenho de mercado das companhias.

Evidencia-se, portanto um alinhamento entre a utilização de planos de remuneração variável e o valor da companhia, o que vai de encontro com a teoria da agência que sugere que contrato de incentivos atrelados ao desempenho pode alinhar os interesses entre principal e agente e maximizar o valor da companhia.

Este resultado remete à abordagem de Hutchinson e Gil (2006) que observam que as companhias com stock options em seus sistemas de remuneração apresentam um melhor desempenho de mercado, pois a posse de ações da companhia aumenta

o comprometimento dos executivos, assim como a remuneração variável, onde a uma bonificação sobre os resultados da companhia. Pukthuanthong et al (2004) também salientam que a política de incentivos podem ser ferramentas de motivação aos gestores e estão relacionadas a maiores níveis de desempenho. Ademais, para Agrawal e Knoeber (1996) a remuneração variável atenua o conflito de agência, auxiliam o monitoramento por parte do principal e corrobora com o crescimento de valor da companhia.

A hipótese 5 também foi confirmada, evidenciando que o elevado nível de concentração de propriedade reduz a remuneração executiva, pois há um maior monitoramento substituindo, em parte, alguns incentivos oferecidos aos executivos (CYERT; KANG; KUAR, 2002; HAID; YURTOGLU, 2001; CHOROU; ABAOUB; SAADI, 2008).

Nesse sentido observa se que, com o crescimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos tem ocorrido uma redução no grau de concentração da propriedade das companhias de capital aberto, contudo este ainda pode ser considerado alto, se comparado ao de outros países. Perante esse contexto, a redução do nível de concentração de propriedade pode acentuar as perdas que decorrem do comportamento oportunista dos executivos, pois há uma significativa redução no grau de monitoramento, e incentivo para cada investidor realizar esse monitoramento, demandando assim um aumento nos incentivos remuneratórios a fim de reduzir tais perdas (LEAL; BORTOLON, 2009; PINTO; LEAL, 2013). Desse modo o resultado encontrado corrobora com a teoria prolatada, uma vez que suporta a hipótese de que companhias com um menor grau de concentração de propriedade possuem uma maior remuneração.

É importante salientar também que os investidores e acionistas enfrentam um novo desafio no Brasil, que é o de monitorar a remuneração executiva com um menor grau de concentração de propriedade, para que não haja excessos, bem como um maior grau de monitoramento dos acionistas controladores em companhias com maior grau de concentração de propriedade, a fim de compreender o valor, a estrutura e os incentivos decorrentes do sistema de remuneração (PINTO; LEAL, 2013).

Atinente ao nível diferenciado de governança corporativa *nível 2* e *novo mercado*, confirmou-se a hipótese 6. Remete-se a um constructo denominado *rent extraction* que trata do poder do agente influenciar em sua própria remuneração, dessa forma o agente pode vir a ser remunerado além do nível ótimo. Logo na tentativa de alinhar os interesses entre o principal e o agente, através do sistema de remuneração, ocorre uma remuneração excessiva. Dessa forma existe uma associação entre estruturas de *corporate governance* fracas a altos níveis de remuneração (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; FRIED, 2003; COSTA, 2013). Sendo assim os resultados do presente estudo vai ao encontro da teoria, ao passo que é verificado uma relação negativa entre o nível mais alto de governança (novo mercado) e a remuneração executiva. Sampaio (2009) complementa que companhias com más práticas de governança tendem a pagar maiores remunerações aos seus executivos.

Quanto ao tamanho da companhia e tamanho do quadro de diretores executivos, verificou-se, em ambos os casos relação positiva com a remuneração executiva, o que confirma as hipóteses 7 e 8 da pesquisa. Bootsma (2010) salienta que, quanto maior a companhia, mais difícil de ser gerida e, portanto buscam atrair melhores executivos tendo que remunerá-los acima da média, por outro lado quanto maior o número de executivos menor a capacidade de monitoramento e, por conseguinte maior os níveis salariais (BANGHOJ ET AL, 2010). Estes resultados corroboram com as pesquisas de Gabaix e Landier (2008) e Eichholtz, Kok e Otten (2008).

No âmbito da dimensão da firma, os resultados são consistentes com a ideia de que companhias maiores em razão de sua complexidade demandam gestores mais hábeis que por sua vez exigem remunerações maiores, neste contexto, os executivos cientes dessa realidade podem empreender projetos que visam o aumento do tamanho da companhia, numa concepção de aumento da dimensão pela dimensão, negligenciando outras demandas das companhias geridas. Nesse sentido é fundamental para a companhia estabelecer pertinentes políticas de incentivos e mecanismos de monitoramento para evitar ações destruidoras de valor e o desalinhamento de interesses (NASCIMENTO, 2009; BOOTSMA, 2010).

Na concepção da complexidade das companhias modernas, além da separação entre propriedade e controle, em que as companhias demandam por um número

maior de executivos, delegando a eles autoridade para administração, tem-se a necessidade de administradores capazes de lidar com o nível de complexidade e incertezas dos mercados altamente competitivos. Dessa forma é pertinente que tais executivos, pertinentemente qualificados possuam maior remuneração, estabelecendo assim a forte relação entre remuneração e tamanho da companhia. (BACKER, JENSEN e MURPHY, 1988).

Sendo assim considerável parte dos estudos confirmam as hipóteses discutidas no parágrafo anterior, que decorrem do nível de monitoramento do principal sobre o agente. Cabe salientar ainda que, as aceitações dessas hipóteses remetem à teoria da agência, que aborda que tal monitoramento incorre em custos, que podem ser compreendidos, nesse contexto, pela ótica de uma maior remuneração.

Para Jensen e Meckling (1976) os custos de agência passam pelos gastos com elaboração e estrutura de contratos entre principal e agente, despesa com monitoramento das atividades do agente, despesas com bonificações por parte do principal e demais custos oriundos de situações que envolvem um esforço de cooperação.

Ademais, algumas variáveis de controle também apresentaram relação estatisticamente significativa com a remuneração. É o caso do controle acionário público também impacta negativamente nas companhias que empregam em seus planos de incentivos a opção por ações e a remuneração variável.

Quanto ao controle acionário público os incentivos oferecidos aos gestores em companhias públicas são diferentes dos utilizados pelo setor privado (PUKTHUANTHONG et al, 2004). As companhias públicas possuem proprietário da parcela majoritária do capital votante da empresa o governo que busca maximizar o interesse público. Contudo os sistemas de incentivos na área pública podem ser distorcidos por interesses políticos e jogos de influência (COSTA, 2012). Por mais que sejam apresentadas algumas fragilidades em decorrência dos interesses políticos a intervenção governamental, por meio da regulação, atenua algumas divergências e consegue controlar em partes a expropriação por parte do agente. Dessa forma o resultado indica que, conforme esperado, companhias de controle

estatal pagam remuneração inferior aos seus executivos em relação às companhias de controle privado (PINTO, 2011).

Desprende-se da confirmação das hipóteses enunciadas que o objetivo geral e objetivos específicos do estudo foram atingidos e podem ser apontados como fatores que possuem relação estatisticamente significativa com a remuneração executiva o tamanho da companhia em ativo total, o tamanho do quadro de diretores, o controle acionário, a estrutura de propriedade, o seguimento de mercado na listagem da BMF&BOVESPA e o valor de mercado. O valor de mercado também influencia na probabilidade de companhias possuírem plano de bônus, plano de stock options e maior percentual de remuneração variável em seus pacotes de incentivos.

As relações apresentadas respondem ao problema de pesquisa que foi: “Qual a relação existente entre remuneração executiva e desempenho em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA?” e também aos objetivos específicos. Os resultados referem-se à amostra selecionada, que compreende às 100 companhias brasileiras de capital aberto mais líquidas em quantidade de negociações de ações.

A pesquisa contribui para academia ampliando os achados concernentes à remuneração executiva e estudos relacionados à governança corporativa e mercado de capitais. Quanto às implicações para o campo pesquisado, os resultados enaltecem a importância de adequar os incentivos de curto e longo prazo como forma de otimizar os pacotes remuneratórios e buscar o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas.

O estudo demonstra que é importante alinhar as práticas de governança corporativa e combina-las com um sistema de remuneração equilibrado, a fim de buscar aumentar o valor da companhia. Sugere-se também repensar planos de bônus e compreender por que remunerações mais altas não estão associadas ao desempenho operacional, a fim de não incorrer em maiores custos de agência.

Com o aumento da dispersão acionária, corporações devem atentar-se para adotar melhores práticas de governança e sistema de incentivos equilibrado para buscar competitividade e crescimento. Tais relações incita o empreendimento de trabalhos que busquem ampliar essa complexa dinâmica das atuais organizações.

Outrora, o estudo apresenta algumas limitações, que não ofuscam os resultados apresentados, mas que incentiva novas pesquisas para supri-las. Nesse sentido não foram apresentadas variáveis de governança corporativa relacionada ao conselho de administração. Não obstante pode-se apontar que o estudo carece de uma análise do efeito dos determinantes na remuneração do principal executivo (CEO), algo que ainda fica inviabilizado no Brasil em decorrência da não apresentação das informações referentes à remuneração por executivo. Essa análise seria interessante, pois o CEO tende a obter maiores ganhos da parcela da remuneração executiva total apresentada pela companhia.

Coadunando com a abordagem empregada, novas pesquisas podem ser realizadas com adoção de novas variáveis para mensurar desempenho contábil, valor da companhia e estrutura de propriedade, além do emprego de testes estatísticos em novas perspectivas empregando um maior horizonte de tempo. Outro fator interessante seria aumentar o tamanho da amostra, ou verificar a relação entre remuneração e desempenho em empresas de capital fechado, estudo pouco explorado em decorrência da ausência de dados. Pode ainda explorar-se os benefícios e remuneração não financeira no contexto brasileiro ou ampliar a compreensão do efeito do desempenho em outros tipos de remuneração variável, tais como participação nos lucros e resultados e outros formatos de incentivos financeiros.

Espera-se que as evidências encontradas no presente estudo contribuam para aumentar o conhecimento acerca da remuneração executiva, no âmbito da relevância dos planos de incentivos como mecanismo de governança corporativa, atingindo a finalidade de agregar conhecimentos aos usuários internos e externos das companhias brasileiras e colaborar com pesquisas na área de finanças e contabilidade no Brasil.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders**. Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.31, n.3, 1996.

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**, v. 32, p. 148-159, 2009.

ALMEIDA, J. E. F. (2010) Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ANDJELKOVIC, A., BOYLE, G. e MCNOE, W., "Public Disclosure of Executive Compensation: do Shareholders need to Know?, **Pacif-Basin Finance Journal**, V. 10, 97-117, 2002

ASSAF N., **A Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BAKER, G. P., JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. **Journal of Finance**, v. XLIII, n.3, p. 593-616, jul. 1988.

BANGHOJ, J. M.; GABRIELSEN, G.; PETERSEN, C.; PLENBORG, T. Determinants of executive compensation in privately held firms. **Accounting and Finance**, v. 50, n. 3, p. 481-510, set. 2010.

BAUM, C. F. 2006. **An Introduction to Modern Econometrics Using Stata**. College Station, TX: Stata Press.

BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. Academy of Management Journal, 41 (2), 135-145.

BARNETT, V.; LEWIS, T. Outliers in statistical data. 3. ed. Chichester: Wiley, 1994

BARONTINI, R.; Bozzi, S. Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies. **Journal of Management and Governance**, v. 15, p. 59-89, 2011.

BEBCHUK, L., GRINSTEIN, Y.(2005). The Growth of Executive Pay, Oxford Review of Economic Policy, 21, 283-303.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M. (2003) Executive Compensation as an

Agency Problem. The Journal of Economic Perspectives, 17, 71-92.

BETCH, M.; BOLTON, P.; ROEL, A., **Corporate governance and control.** 2002. Disponível em: <http//www.nber.org/papers/w9371>. Acesso em: 16 Mar. 2014.

BLAIR, M. M. **Ownership and Control**. Washington: Brookings Instituicion, 1995.

BLOCHER, E.; CHIEN, K.; COKINS, G.; LIN, T.; **Gestão estratégica de custos**. 3. ed. Cap. 19. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BLOOM, M, C.; MILKOVICH, G. T., Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. **Academy of management Journal**, v. 41, n.3, p. 283-297, 1998.

BOOTSMA, A.A. **Pay-for-performance?** Feb. 2010, pp 166-184. Disponivel em :< http://repub.eur.nl/res/pub/20029/ >. Acesso em: 09 Fev. 2014.

BOSCHEN, J. F; DURU A.; GORDON L. A.; SMITH K. J. Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements**. The Accounting Review**, v. 78, n.1, p.143-168, 2003.

BOVESPA. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 16 Mar. 2014.

BOVESPA. Mercado de Capitais. Disponível em: < http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf>. Acesso em: 29/04/2014

BORTOLI, F. J. I. 2002. **A dupla Listagem Internacional e seus Impactos no Comportamento das Ações das Empresas Listadas**: Análise da Introdução dos ADRs Brasileiros na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Ribeirão Preto: Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

BOYD, B.K., Board control and CEO compensation. **Strategic Management Journal**, v. 15, 2006 p. 335-344, 1994

BRANDÃO, C. E. L. **Governança corporativa e sustentabilidade.** In: SEMINÁRIO NACIONAL DE RESPONSABILIDADE SOCIAL, jul. 2010, Londrina. Anais... Londrina: UNIMED, 2010. <Disponível em: http://www1.unimed.com.br/portal/download/rs/.../CarlosEduardo.pdf>. Acesso em: 16 Mar. 2014.

BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B., Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, p. 133- 161, 2001.

BUNGE, Mario. Mechanism and explanations. **Philosophy of the Social Sciences**, v. 27, n. 4, p. 410-465, 1997.

BUSHIMAN, R. M; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate Governance. **Journal of accounting & economics**, v. 32, n. 1-3, p. 237, 2001.

BYRD, J. PARRINO, R.; PRITISH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analyst Journal**, p. 14-30, may/june, 1998.

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

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*: ENEGEP, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais…** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007.

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

CARVALHO, A. G., Governanca Corporativa no Brasil em perspectiva**. Revista de Administração da USP**, v. 37, n. 3, jul/set, 2002.

CARVALHO. J. R; DEVIDÉ JÚNIOR A.. **Remuneração executiva e desempenho empresarial: Evidências do Guia Exame – 100 Melhores empresas para você trabalhar.** Encontro Nacional de Economia, 40, 2012,Porto de Galinhas. **Anais...** Rio de Janeiro: AMPEC, 2012.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.. **Metodologia Científica**: para uso dos estudantes universitários. São Paulo: Makron Books, 1996.

CHIEN, A. Y. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?** Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. Revista Brasileira de Finanças, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

CHUNG K. H.; PRUITT S. W..Executive ownership, corporate value and executive compensation: A Unifying framework. **Journal of banking and finance**, 20: 1135-1159. 1996

CISCEL, D.H.; CARROL, T. M. The determinants of executive salaries: an econometric survey. **Review of Economics and Statistics**, n. 29, p.7-13, 1980.

COLE, R.A.; MEHRAN, H. (2008). What can we learn from privately held firms about executive compensation? **Working Paper**, Federal reserve bank of New York staff report, 2008.

COLES, J. W.; MCWILLIANS, V.; SEN, N., An examination of the relationship of governance mechanismins to performance**. Journal of Mangement**, n. 27, p. 23-50, 2001.

COLLINS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. Trad. Lucia Simonini. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM, 2009). **Instrução Normativa CVM Nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. 376p.

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

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

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

CONYON, M. J.. Executive compensation and incentives. **Academy of management Perspectives**, p. 25-40, February2006.

CONYON, M. J.; HE, L.. Executive Compensation and Corporate Governance in China. **Institute for Compensation Studies Working Paper**, v.6, 2011.

CORRAR, Luis João; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Pesquisa Operacional Para Contabilidade e Administração (Contabilometria).** 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

CORRAR, Luiz J.; PAULO Edilson; DIAS FILHO, José Maria**. Análise Multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia** – 1a. edição. São Paulo, Editora Atlas. 2007

CORDEIRO, J. J.; VELIYATH, R. Beyond pay for performance: a panel study of the

determinants of CEO compensation. **American Business Review**, 2003.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance**. Journal of Financial Economics**, v. 51, nº 3, p. 371-406, mar. 1999.

CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LACKER, D.. Executive Equity compensation and incentives: a survey. **Economic Policy Review**, april 2013.

COZBY, P. C. **Métodos de pesquisa em ciências do comportamento**. São Paulo: Atlas, 2006

COSTA, M. O.. **Associação entre remuneração oferecida aos gestores e o desempenho econômico das empresas da américa latina.** Dissertação de Mestrado. Mestrado em Ciências Contábeis, FUCAPE, 2012.

DENSETZ, H. Toward a Theory of Property Rights, **American Economic Review**, v. 57, p. 347-359, maio, 1967.

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

DEVIDE JUNIOR, A. **Ensaios Empiricos sobre Compensação Executiva e Dinâmica das Greves no Brasil.** 2010. 149 p. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Ceara, Curso de Pos-Graduacao em Economia, Fortaleza, 2010.

DUFFHHUES, P., KABIR, R.. Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, p. 45-60, 2008.

DURU, A. I.; IYENGAR, R. J. The relevance of firm's accounting and market performance for CEO compensation. **The Journal of Applied Business Research.** V. 17, n.4, 2001.

DUTRA, J. S. A gestão de carreira. In. Fleury, Maria Teresa L. et al. **As pessoas na organização**. São Paulo: Editora Gente, 2002.

EICHHOLTZ, P. M. A.; KOK, N.; OTTEN, R.. Executive Compensation in UK Property Companies**. J Real Estate Finan Econ,** v. 36, p. 405–426, 2008.

ELSTON, J. A.; GOLDBERG L. G.. Executive compensation and agency cost in Germany. **Journal of Banking & Finance**, 27, p. 1391-1410. 2003.

FAMA, E., MACBETH, J., Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. Journal of Political Economy, v. 81, p. 607-636, 1973.

FAMA, E. F., Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v.88, p.288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-327, 1983.

FAMÁ, R; BARROS, L. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FAVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L.; **Análise de Dados**: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões, Elsevier - Campus, Rio de Janeiro, 2009.

FERRARINI, G.; MOLONEY, N.; UNGUREANU, M.C. (2009): Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis. June, 2009. ECGI - **Law Working Paper**, n. 126/2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1418463>. Acesso em: 20 jan. 2010.

FERREIRA, L. G. F.. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.** Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração). Programa Multiinstitucional e inter-regional de pós graduação em Ciências Contábeis da UNB/UFPB/UFRN. Universidade de Brasília, 2012

FRYDMAN C.; JENTER, D. Ceo Compensation. Nber Working Paper Series, **Working Paper** 16585, 2010. Disponivel em: http://www.nber.org/papers/w16585. Acesso em 12 Mar. 2014

FUNCHAL, J. A; **Determinantes da remuneração de Executivos em Empresas de Capital Aberto Latino-Americanas.** Dissertação de Mestrado. Universidade Vale do Rio dos Sinos. Orientador: Paulo Renato Soares Terra (2005).

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

GABAIX, X.; LANDIER, A. Why Has CEO Pay Increased So Much? **Quarterly Journal of Economics**, v. 123, n. 1, p. 49-100, 2008.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GOMES-MEJIÁ, L. R. Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance**. Strategic Management Jornal**, v. 13, n. 5, p. 381-397, jun. 1992.

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.

GREG, P.; JEWELL, S.; Tonks, I.. Executive Pay and Performance in the UK. **Axa Working Paper Series,** 2010.

GRINSTEIN, Yaniv; HRIBAR, Paul. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonus. **Journal of financial economics**, 73, p. 119-143, 2004;

GUNASEKARAGEA, A.; WILKINSON, M.. CEO compensation and firma performance: a New Zealand investigation. **International Journal of Business Studies**, v. 10, n. 2, p. 45-60, December, 2002

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica.** 4ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAID, A.; YURTOGLU, B. B. Ownership Structure and Executive Compensation inGermany, **Working Paper Series**, 2006. Disponivel em: >http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948926.< Acesso em: 09 Fev. 2014.

HAIR, Jr; BLACK, W. C; BABIN, B. J; ANDERSON, R. E e TATHAM, R. L. **Multivariate Data Analysis**. 6ª edição. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall, 2006.

HART, O. Corporate Governance: Some Theory and Aplications. **The Economic Journal**, 105, p.678-689, Maio, 1995.

HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Executive pay and performance Evidence from the U.S. banking industry. **Journal of Financial Economics**, v. 39, p. 105-130, 1995.

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**, v. 38, 2006, p.p. 277–297

IBCG. **Pesquisa sobre Governança Corporativa**. 2009. Disponível em: <http//www.ibcg.org.br>. Acesso em 16 mar. 2014.

IBCG. **Remuneração dos Administradores**. 2013. Disponível em: <http//www.ibcg.org.br>. Acesso em 16 mar. 2014.

JENSEN, M. C. Agency Costs of free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, no 2, 1986, pp. 323-329.

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

1976.

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, nº. 04-28; ECGI - **Finance Working Paperno**. 44/2004, July 12, 2004.

JENSEN, M. C. Self-interest, altruism, incentives & agency theory**. Journal of Applied Corporate Finance,** v. 7, n. 2, 1994.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Rev. adm. empres.**, São Paulo, v. 48, n. 2, June, 2008 . Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200013&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 02 Fev. 2014

JOHN, K.; QIAN, Y. Incentive Features in CEO Compensation in the Banking 63 Industry. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 109-21, abr. 2003.

JOHNSEN. G.; **Notes on Strategic Competition, Executive Compensation and Relative Performance**: New Empirical Evidence", M.A. thesis, University of Michigan, Ann Arbor 2003

LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma. In Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Orgs.), **Governança corporativa - estrutura de controles societários** (pp. 125-137). 2009. São Paulo: Saint Paul Editora.

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

LAKATOS, E. M ; MARCONI, M. A. **Fundamentos de Metodologia Científica.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LAZARIDES, T. G.; PITOSKA, E. **Disclosure factors of executive managers remuneration: Anais eletrônicos… A Probit Model**: 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1409410>. Acesso em: 14 Mar. 2014.

LEVINE, D. M.; STEPHAN, D.; KREHBIEL, T. C. **Estatística**: Teoria e aplicações, Ed. LTC, Rio de Janeiro, 2008.

MAIN, B. G. M.; BRUCE, A.; BUCK, Trevos. Total Board Remuneration and Company Performance. **The Economic Journal**, v. 106, p. 1627-1644, 1996

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

MARTINS, G. A. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo; Atlas, 2000.

MCKNIGHT, P.. An explanation of top executive pay: a UK study. **British Journal of Industrial Relations**, p. 557-566, 1996.

MIFANO, G. **Compliance como um pilar da boa governança corporativa**. 11º Congresso de Auditoria Interna, Compliance e Riscos FEBRASAN. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/gilberto%20Mifano%20audi%202%209hrs%2007.10-%20Compliance%20como%20um%20pilar%20-%20AUTORIZADO.pdf> Acesso em: 18 fev. 2014.

MILLER, D. J. CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay. **Academy of Management Journal**, V. 38, n. 5, p. 1361-1385, 1995.

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

MURPHY, K. J.. Corporate Performance and Managerial Remuneration**. Journal of Accounting and Economics**, v.7, p. 11-42, 1985.

MURPHY, K. J.Executive Compensation**. Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, 7, p. 11-42, 1985.

MURPHY, K. J. Executive Compensation. In Orley Ashenfelter and David Card (eds.), **Handbook of Labor Economics**, v. 3. North Holland. April,1998. NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira, «A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: o Caso Português», Cadernos do Marcado de Valores Mobiliários, nº. 32, Abril de 2009

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

NUNES, A.A.; MARQUES, J.A.V.C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, n. 38, p. 57-73, maio/ago. 2005.

ORESTES DA SILVA, J. **Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras.** 106f. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Regional de Blumenau, Universidade Regional de Blumenau, 2010.

PINTO, M. B.. **Relação entre Dispersão Acionária e Remuneração dos Administradores de Companhias Abertas Brasileiras**. Dissertação de Mestrado. Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, 2011.

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

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

RABELO, F. M.; VASCONCELOS, F. C. Corporate governance in Brazil**. Journal of Business Ethics**, n. 37, p. 312-335, 2002

RANDHOY, T. T. ; NIELSEN, J.. Company performance, corporate governance and CEO compensation in Norway and Sweden. **Journal of Management and Governance**, 6: 57-81, 2002.

RAO, P. S.; LEE-SING, C. R. Governance structure, corporate dicision-marrking ad firm performance in North America. In: **Corporate Decision-Making in Canada**, ed. por Ronald J. Daniels e Randall Morck, University of Calgary Press, p. 149-188, 1995.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1989.

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

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

SAMPAIO M. N. L. **Governança Corporativa e Remuneração de Executivos.** 2009. 33 f. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração). Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009.

SHAW, J. D.; GUPTA, N.; DELERY, J. E. Pay dispersion and workforce performance: moderating effects of incentives and interdependence. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 6, p. 491-512, 2002.

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

SHLEIFER, A.; VISHINY, R. A survey of corporate Governance. **Journal of finance**, v.52, n.2, p. 737-783, 1997.

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

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

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVA, P. C. C. **Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Fundação Getúlio Vargas - Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** São Paulo, 2002. 152p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

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

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

SONZA, I. B.; KLOECKNER G. O. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. 2014 (Mayo-Agosto). Acesso em: 02 setembro 2014. Disponível em:<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=257131805005>

SOUZA, F.C.; BORBA, J.A. Governança corporativa e remuneração de executivos:

uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contabilidade Vista & Revista,** v. 18, n. 2, 2007.

STERNBERG, L.; LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Affinities and agreements among Brazilian shareholders. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 8, n. 3, p. 213-228, 2011.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

VENTURA, A. F. A. **Padrões e características da remuneração de executivos de empresas de capital aberto.** Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração). Programa Multiinstitucional e inter-regional de pós-graduação em Ciências Contábeis da UNB/UFPB/UFRN. Universidade Federal da Paraíba, 2012

WAN, K.M. **Independent directors, executive pay, and firm performance**, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=392595>. Acesso em: 18 fev. 2014.

WANZENRIED, G.; PIAZZA, D. =; PEDERGNANA, M.. Board and Executive Compensation in State-Owned Banks – Empirical Evidence for Switzerland, **IFZ Working Paper** N. 002/2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

XAVIER, P. R. **Remuneração Variável: quando os resultados falam mais alto**. São Paulo: Makron, 1999.

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

APÊNDICE A: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Vale	Ultrapar	Tecnisa
Petrobras	Energias BR	Estacio Part
OGX Petroleo	Braskem	Weg
PDG Realt	BR Propert	Mills
Gerdau	Eletropaulo	Iguatemi
Itausa	Gerdau Met	M.Diasbranco
Usiminas	Gol	Aliansce
MRV	P.Acucar-Cbd	Le Lis Blanc
Cielo	Ecorodovias	Santos Brp
CCR AS	Eletrobras	Valid
Sid Nacional	Prumo	Lojas Marisa
Cemig	Hrt Petroleo	Minerva
Hypermarcas	Cesp	Arezzo Co
BRF AS	Even	Alpargatas
Cyrela Realt	Duratex	Equatorial
Gafisa	Tractebel	Fleury
BR Malls Par	Sabesp	JHSF Part
Tim Part S/A	RaiaDrogasil	SLC Agricola
MMX Miner	Copel	Lopes Brasil
Rossi Resid	CPFL Energia	
Cia Hering	Anhanguera	
Oi	Light S/A	
Natura	Marcopolo	
Lojas Renner	Eneva	
Telef Brasil	AES Tiete	
Lojas Americ	Odontoprev	
Suzano Papel	Arteris	
JBS	B2W Digital	
Dasa	Ambev S/A	
Cosan	OSX Brasil	
All Amer Lat	Iochp-Maxion	
Souza Cruz	Randon Part	
Bradespar	Multiplus	
Brookfield	Multiplan	
Fibria	Copasa	
Localiza	BR Brokers	
Marfrig	Totvs	
Embraer	V-Agro	
Eztec	Tran Paulist	

APÊNDICE B: EVIDENCIAÇÃO OBRIGATÓRIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.

13.1 Política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal.

a) objetivos da política
b) composição da remuneração
c) principais indicadores de desempenho
d) como a remuneração é estruturada
e) como a política ou prática de remuneração se alinha
f) aos interesses do emissor
g) existência de remuneração suportada por subsidiárias
h) existência de qualquer remuneração ou benefício
i) vinculado à ocorrência de
j) determinado evento societário

13.2 Remuneração reconhecida no resultado – Remuneração Fixa, Variável e Benefícios

a) órgão e número de membros
b) remuneração fixa anual
c) remuneração variável
d) benefícios pós-emprego
e) benefícios motivados pela cessação do exercício do
f) cargo
g) remuneração baseada em ações
h) valor, por órgão, da remuneração
i) total da remuneração por órgão

13.3 Bônus e participação no resultado

a) órgão e número de membros
b) valor mínimo previsto no plano de remuneração (bônus)
c) valor máximo previsto no plano de remuneração (bônus)
d) valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas (bônus)
e) valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios (bônus)
f) valor mínimo previsto no plano de remuneração (participação no resultado)
g) valor máximo previsto no plano de remuneração (participação no resultado)
h) valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas (participação no resultado)
i) valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3
j) últimos exercícios (participação no resultado)

13.4 Plano de remuneração baseado em ações

a) termos e condições gerais
b) principais objetivos do plano
c) forma como o plano contribui para esses objetivos
d) número máximo de ações abrangidas
e) número máximo de opções a serem outorgadas
f) condições de aquisição de ações
g) critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício
h) critérios para fixação do prazo de exercício
i) forma de liquidação
j) restrições à transferência das ações
k) critérios e eventos que, quando verificados, ocasionarão a suspensão, alteração ou extinção do plano
l) efeitos da saída do administrador dos órgãos do
m) emissor sobre seus direitos

13.5 Quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas

a) quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior
b) outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas

13.6 Remuneração baseada em ações

a) órgão e número de membros

b) quantidade de opções outorgadas
c) prazo para que as opções se tornem exercíveis
d) preço médio ponderado de exercício de cada um dos
e) seguintes grupos de opções
f) valor justo das opções na data de outorga
g) diluição potencial em caso de exercício de todas as opções outorgadas

13.7 Opções em aberto do CADM e DIREXEC ao final do último ex. social

a) órgão e número de membros quantidade (opções ainda não exercíveis)
b) data em que se tornarão exercíveis (opções ainda não exercíveis)
c) prazo máximo para exercício das opções (opções ainda não exercíveis)
d) prazo de restrição à transferência das ações (opções ainda não exercíveis)
e) preço médio ponderado de exercício (opções ainda não exercíveis)
f) valor justo das opções no último dia do exercício social (opções ainda não exercíveis)
g) quantidade (opções exercíveis)
h) data em que se tornarão exercíveis (opções exercíveis)
i) prazo máximo para exercício das opções (opções exercíveis)
j) prazo de restrição à transferência das ações (opções exercíveis)
k) preço médio ponderado de exercício (opções exercíveis)
l) valor justo das opções no último dia do exercício social (opções exercíveis)
m) valor justo do total das opções no último dia do exercício social (opções exercíveis)

13.8 Opções exercidas e ações

a) órgão e número de membros número de ações (opções exercidas)
b) preço médio ponderado de exercício (opções exercidas)
c) valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas (opções exercidas)
d) número de ações (ações entregues)
e) preço médio ponderado de exercício (ações entregues)
f) valor total da diferença entre o valor de exercício e o
g) valor de mercado das ações relativas às opções exercidas (ações entregues)

13.9 Método de precificação do valor das ações e das opções

a) modelo de precificação
b) dados e premissas utilizados no modelo
c) método utilizado
d) forma, determinação volatilidade esperada

13.10 Planos de previdência

a) órgão e número de membros
b) nome do plano
c) quantidade de administradores que reúnem as condições para se aposentar condições para se aposentar antecipadamente
d) valor atualizado das contribuições acumuladas no plano de previdência até o encerramento do último
e) exercício social
f) valor total acumulado das contribuições realizadas durante o último exercício social
g) se há a possibilidade de resgate antecipado e quais as condições

13.11 Números de membros e Valores de remuneração por Conselho

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

13.12 Mecanismos de remuneração/indenização em caso de destituição do cargo ou aposentadoria (ex. Arranjos contratuais)

a) descrição arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos

13.13 Porcentagem da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado

b) percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado do emissor

13.14 Valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do CADM, Diretoria e Cons. Fiscal

c)	valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do CADM, Diretoria e Cons. Fiscal por qualquer razão que não a função que ocupam, como por exemplo, comissões e serviços de consultoria ou assessoria prestados

Fonte: Anexo 13 da IN 480 CVM

APÊNDICE C: GLOSSÁRIO

Disclousure	Transparência de informações
Equity holders	Acionistas
Proxy	Parâmetro
Stakeholders	Interessados na companhia
Shareholders	Acionistas da companhia
Stock Options	Plano de opção por ações
Pay for performance	Remuneração Variável
Performance	Desempenho

APÊNDICE D: CURVA ROC DOS MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA

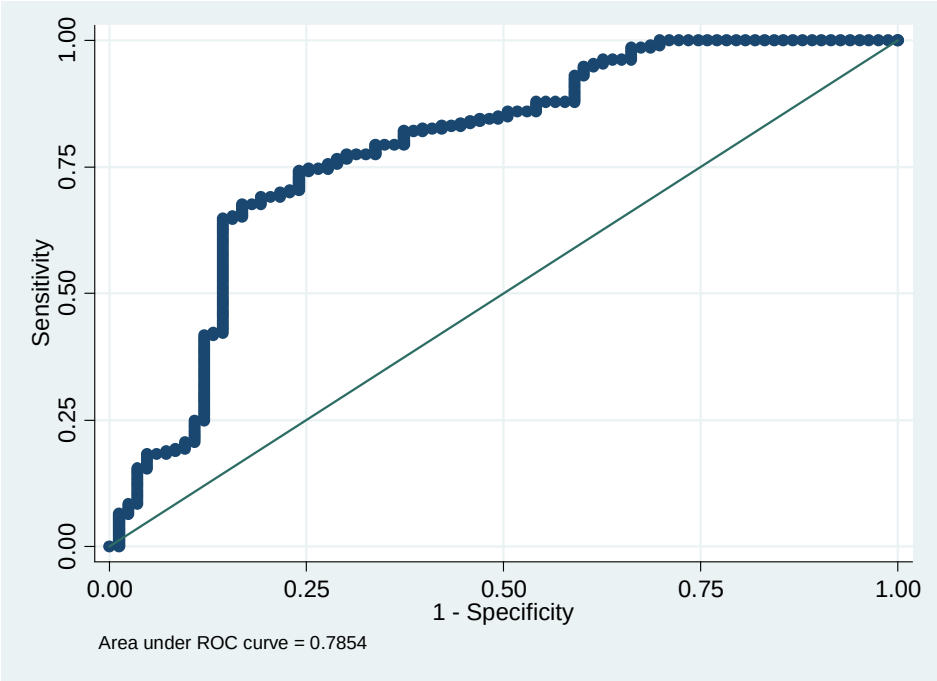

Gráfico: Curva ROC modelo logit Stock Options
Fonte: Dados da Pesquisa
Notas: De acordo com Fávero et al (2009) quanto maior a área abaixo da curva ROC, maior é a capacidade do modelo em discriminar grupos. A área abaixo da curva representou 78,5% da área total (p < 0,001), representando uma boa discriminação.

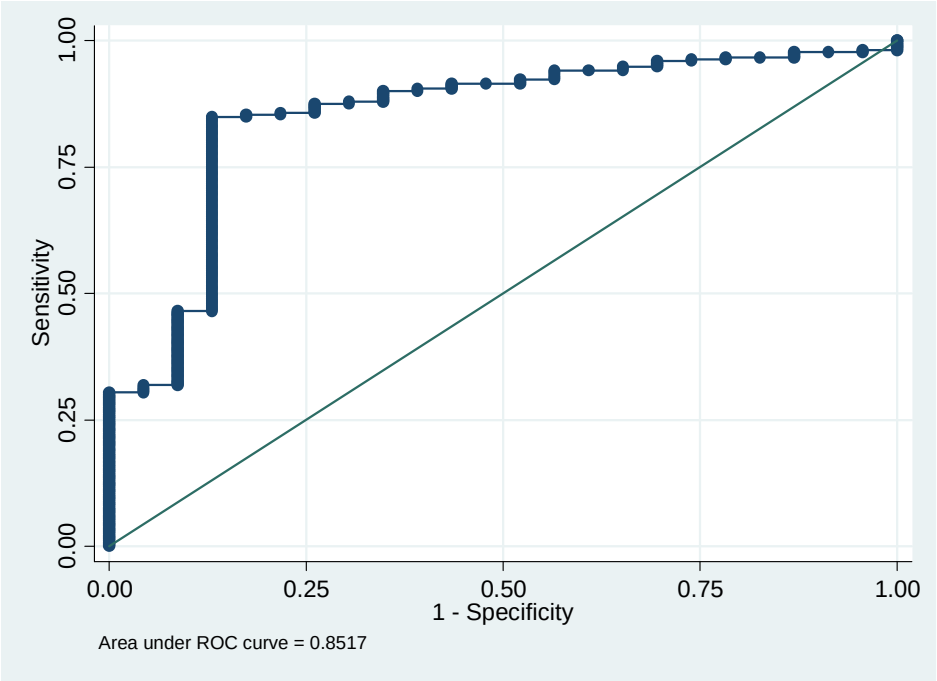

Gráfico: Curva ROC modelo logit bônus
Fonte: Dados da Pesquisa
Notas: De acordo com Fávero et al (2009) quanto maior a área abaixo da curva ROC, maior é a capacidade do modelo em discriminar grupos. A área abaixo da curva representou 85,17% da área total (p < 0,001), representando uma boa discriminação.

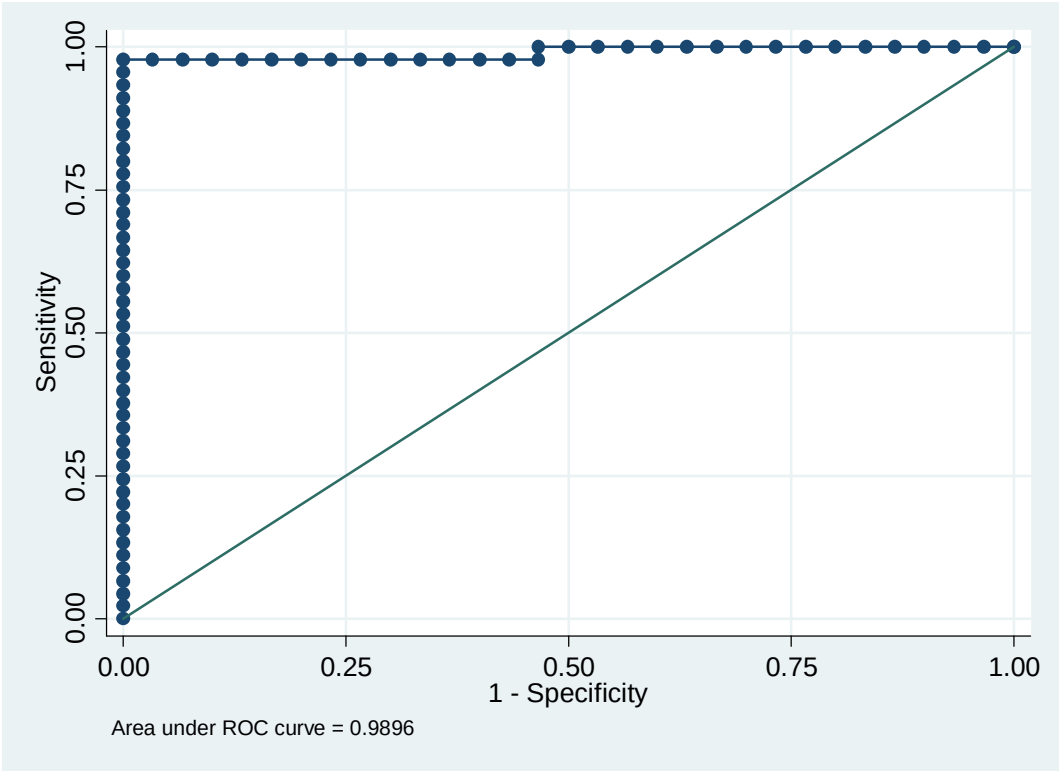

Gráfico: Curva ROC modelo logit percentual de remuneração variável
Fonte: Dados da Pesquisa
Notas: De acordo com Fávero et al (2009) quanto maior a área abaixo da curva ROC, maior é a capacidade do modelo em discriminar grupos. A área abaixo da curva representou 98,96% da área total ($p < 0,001$), representando uma boa discriminação.

APÊNDICE E: RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL BALANCEADOS

Regressão com dados em painel balanceados

*Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i*

		(1) (Ln)RT	(2) (Ln)RT
Intercepto	β se	15.872*** (0.25)	15.871*** (0.25)
QD	β se	0.115*** (0.02)	0.117*** (0.02)
SO	β se	0.351*** (0.10)	0.403*** (0.10)
Bônus	β se	-0.089 (0.16)	-0.183 (0.16)
Control	β se	-0.596*** (0.16)	-0.585*** (0.16)
Concent	β se	-0.004* (0.00)	-0.004* (0.00)
LnAT	β se	0.010 (0.00)	0.013* (0.00)
ADR	β se	0.225* (0.12)	0.220* (0.12)
SEG	β se	-0.290*** (0.10)	-0.274*** (0.10)
ROA	β se	-0.032*** (0.01)	
ROE	β se		-0.109** (0.04)
QT	β se	0.175*** (0.05)	0.007* (0.00)
Setor		Sim	Sim
N.obs.		288	288
R^2		0.3121	0.2900
F		12.57	11.31
Prob > F		0.000	0.000
VIF Mean		1.42	1.34

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin;

APÊNDICE F: RESULTADOS DA REGRESSÃO PARA OS DIFERENTES COMPONENTES DA REMUNERAÇÃO

Resultados da Regressão com percentuais de sua composição

Regressão com dados em painel não-balanceado

Remuneração: β0 + β1*QDit + β2*SOit + β3*BÔNUSit + β4* CONCENTit + β5*CONTROLit + β6*TAMANHOit + β7*SEG + β8*ADR + β9*DESEMPENHOit + β10*VALORit + β11*SETOR + €i

		(1) RF	(2) RV	(3) LPR	(4) CPR
Intercepto	β	-21.441***	124.219***	41.719***	82.500***
	se	(13.48)	(14.05)	(10.58)	(13.66)
LnQD	β	1.058	-1.130	0.102	-1.232
	se	(0.96)	(0.98)	(0.83)	(1.11)
control	β	22.490***	-19.447**	-15.086**	-4.361*
	se	(7.65)	(8.74)	(5.78)	(10.76)
concent	β	0.913***	-0.941***	-0.298**	-0.643***
	se	(0.13)	(0.14)	(0.15)	(0.16)
LnAT	β	-0.000***	0.000***	-0.000**	0.000
	se	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
ADR	β	-5.650***	5.739***	6.987***	-12.726***
	se	(2.30)	(2.37)	(2.43)	(2.43)
SEG	β	-17.244***	18.351	-9.680	-8.671
	se	(4.67)	(4.94)	(6.42)	(5.54)
ROE	β	-0.271	0.322	0.667***	0.989***
	se	(0.19)	(0.21)	(0.16)	(0.26)
QT	β	-1.221	0.998	4.023*	3.025
	se	(1.37)	(1.46)	(2.52)	(2.14)
N.obs.		296	296	296	296
R^2		0.5690	0.5625	0.5763	0.4259
F		26.90	24.19	37.34	13.09
Prob > F		0.000	0.000	0.0000	0.0000
VIF Mean		1,95	1,95	1,44	1,32

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: (i) ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente;(ii) os erros-padrão robustos são reportados em parênteses (se). (iii). Definição das variáveis dependentes: RF: Percentual da remuneração fixa; RV: Percentual da remuneração variável; LPR: Percentual dos incentivos de longo prazo (opção de ações); CPR: Percentual dos incentivos de curto prazo (bônus e participação nos lucros e resultados). Definição das variáveis independentes: LnQD: Tamanho do quadro de diretores em ln; CONTROL: variável dummy = 1 se a natureza do controle acionário pertencer a iniciativa pública; CONCENT: grau de concentração acionário mensurado pelo percentual de propriedade de ações dos 3 maiores acionistas; LnAT: Ativo total em ln; ADR: variável dummy =1 se a companhia emitir ADR nos níveis II e III; SEG: variável dummy =1 se a companhia pertencer ao nível 2 ou Novo Mercado segundo classificação da Bovespa; ROA: Retorno sobre o ativo; QT: q de Tobin; (iv) As definições para curto e longo prazo, no que diz respeito aos elementos que as compõe, são tratadas de formas diferentes pelas companhias, desse modo há variações conforme a política de incentivos da companhia. Para tanto o estudo empregou como incentivo de curto prazo o percentual de bônus e como incentivo de longo prazo o percentual de stock options, classificação esta que vem sendo destacada pela literatura.