

Universidade de São Paulo
Escola de Engenharia de São Carlos
Departamento de Engenharia de Produção

**Relação entre o valor da empresa e a remuneração dos executivos:
Um estudo das empresas do índice Bovespa**

Fernando Henrique Sacchi
Orientador: Luiz Ricardo Kabbach de Castro

São Carlos
2015

(Relação entre o valor da empresa e a remuneração dos executivos: Um estudo das empresas do índice Bovespa)

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Escola de Engenharia de
São Carlos da Universidade de São Paulo
para obtenção do título de Engenheiro de
Produção

Orientador: Luiz Ricardo Kabbach de Castro

São Carlos
2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Sacchi, Fernando Henrique.

Relação entre o valor da empresa e a remuneração dos executivos: Um estudo das empresas do índice Bovespa. Fernando Henrique Sacchi. Orientador: Luiz Ricardo Kabbach de Castro. São Carlos, 2015

Monografia (Graduação em Engenharia de Produção Mecânica. Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, 2015.

1. Remuneração. 2. Valor. 3. Executivos. 4. Conselho. 5. Desempenho. 6. Teoria da agência.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Autor: Fernando Henrique Sacchi

Título: Relação entre o valor da empresa e a remuneração dos executivos: Um estudo das empresas do índice Bovespa

Trabalho de Conclusão de Curso defendido e aprovado
em ____/____/____,

Banca Examinadora

Prof Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Resumo

O objetivo desse trabalho é examinar a relação entre o valor das empresas do índice Bovespa e remuneração dos altos executivos. Foram utilizadas análises descritivas e regressões a partir de uma amostra de dados em painel de 56 empresas não financeiras que compõe o índice Bovespa no período entre 2010 e 2013. Não foram encontradas relações significativas entre o valor da empresa e a compensação financeira dos executivos. Este resultado corrobora estudos anteriores, tanto brasileiros como internacionais, que ressaltam o descompasso entre remuneração e valor criado aos acionistas no mercado de capitais e a necessidade de uma maior abertura de informações por parte de empresas brasileiras.

Palavras-chave: remuneração, valor da empresa, executivos, conselho de administração, desempenho, teoria da agência, Bovespa.

Abstract

The objective of this study is to examine the relationship between the value of companies from the Bovespa index and remuneration of executives. Descriptive analysis and regressions were made from a panel data sample of 56 non-financial companies from the Bovespa index over the period between 2010 and 2013. No significant relationships were found between firm value and the financial compensation of executives. This result confirms previous studies, both Brazilian and international, that highlight the mismatch between pay and value created for shareholders in the capital market and the need for more information disclosure by Brazilian companies.

Keywords: remuneration, value, executives, board, performance, agency theory

Sumário

1	Introdução	7
2	Revisão de Literatura e Hipóteses	10
2.1	Teoria da Agência	10
2.2	Remuneração.....	11
2.3	Contexto brasileiro	12
2.4	Conselho de Administração	15
3	Metodologia.....	17
3.1	Amostra.....	17
3.2	Variáveis Dependentes	17
3.3	Variáveis Independentes.....	18
3.4	Variáveis de controle.....	18
3.5	Análise Descritiva.....	19
3.5.1	Remuneração por Setor.....	23
3.5.2	Remuneração por Nível de Governança.....	24
3.5.3	Remuneração Máxima, Mínima e Média.....	26
3.6	Método	27
4	Resultados	30
5	Outras Análises	36
6	Discussão e Conclusão.....	38
7	Referências Bibliográficas.....	39
	Apêndice – Descrição das variáveis.....	43

1 INTRODUÇÃO

O forte crescimento da remuneração média dos presidentes das empresas (CEOs) nas últimas décadas e a crescente cobertura da imprensa econômica sobre o assunto tem despertado o interesse cada vez maior sobre estudos sobre remuneração, desempenho e valor criado aos acionistas. Segundo Davis e Mishel (2014), em 2013, o salário médio de um CEO de uma empresa norte-americana era 295 vezes maior do que o salário médio dos demais empregados da empresa. Em 1965, este valor representava 20 vezes mais. Desde 1978, houve um crescimento de 937% da remuneração média dos executivos de empresas de capital aberto norte-americanas. Números como esses tem gerado questionamentos e levado países como Alemanha e França a adotarem legislação que limita a compensação de executivos.

Apesar de certos abusos acontecerem, a remuneração é um elemento chave no ambiente organizacional, servindo como meio para atrair e reter talentos. Segundo Westin (2002), a remuneração é o elemento mais importante na gestão de recursos humanos, pois compensa, direciona, motiva e remunera o trabalho e a contribuição das pessoas. Além disso, permite um alinhamento do gestor com as metas e visão de longo prazo da empresa.

A importância da remuneração e possíveis abusos por partes de membros da alta administração suscitam questionamentos, tal como, se há relação entre remuneração e desempenho nas empresas de capital aberto. Esse trabalho tenta responder tal questionamento em um contexto brasileiro, em um mercado de capital não tão desenvolvido quanto o norte-americano e no qual o acionista minoritário tem pouca ou nenhuma influência.

No caso brasileiro, a remuneração de executivos tem despertado interesse recentemente devido à instrução 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que obriga a divulgação e um detalhamento das informações de remuneração dos executivos, conselho de administração e conselho fiscal. Essa exigência provocou certas inquietações em empresas de capital aberto, levando até casos extremos de disputas judiciais (BARROS et al., 2015). Esse tipo de comportamento amplifica ainda mais a necessidade de estudos sobre compensações financeiras, pois o receio em

divulgar informações, só serve para reforçar a ideia de que gestores recebem remunerações abusivas.

Ainda que a mídia e a grande parte dos trabalhos acadêmicos focam, fundamentalmente, a remuneração dos executivos, não se pode negar a importância do conselho de administração. Segundo Tirole (2006), o conselho de administração, em princípio, monitora a gestão em favor dos acionistas. Tal órgão é um mecanismo de governança com o objetivo de evitar abusos por parte dos gestores da companhia e alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, analisar a relação do valor da empresa com a remuneração do conselho de administração permite compreender se as empresas desenvolvem incentivos apropriados de forma que o conselho possa ter uma postura firme, independente e que tenha interesse no desempenho econômico da organização.

Neste sentido, esse trabalho tem por objetivo responder a seguinte questão: *Qual é a relação entre o valor da firma e a remuneração de altos executivos (e o conselho de administração) em companhias de capital aberto?*

Para responder essa questão serão feitas análises quantitativas sobre a remuneração de executivos e membros do conselho de administração em empresas não financeiras que integram o índice BOVESPA. A utilização de empresas desse índice se deve ao fato de ele ser um ótimo retrato do comportamento das principais ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). As empresas que compõem o índice Bovespa respondem por 85% do número de negócios e do volume financeiro no mercado a vista. Além disso, são responsáveis por 70% da capitalização de mercado das empresas listadas na BM&F BOVESPA.

A importância deste trabalho se deve ao fato de responder, para qualquer investidor minoritário, se os gestores de empresas de capital aberto no Brasil zelam por seu interesse e se são remunerados de acordo com o desempenho da companhia. Outro ponto tem relação com a disponibilidade de dados de remuneração de membros do alto escalão das principais empresas de capital aberto. Grande quantidade de dados e com informações precisas só foi possível de se obter recentemente, a partir da edição da instrução 480 da CVM, que entrou em vigor somente em 2010.

Além disso, estudos anteriores sobre a relação entre valor da empresa e a remuneração de executivos apresentam resultados conflitantes (CAMARGOS,

HELAL; BOAS, 2007; ROCHA, QUEIROZ, GALLON, 2012; VASCONCELOS, MONTE, 2012). Camargos, Helal e Boas (2007) estudaram empresas brasileiras de capital aberto que possuíam ADRs negociados na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e encontram uma relação positiva entre o desempenho das companhias e a remuneração dos executivos. Nesta mesma linha, Rocha, Queiroz e Gallon (2012) encontram uma relação positiva entre o indicador financeiro EBITDA e a remuneração paga aos conselhos de administração e diretoria estatutária, em um estudo com empresas da BM&FBOVESPA. Por outro lado, Vasconcelos e Monte (2012) estudaram 179 empresas brasileiras de capital aberto e examinam a relação entre indicadores financeiros e remuneração dos executivos. Os resultados sugerem que não há relação entre desempenho e remuneração. Fernandes e Mazzioni (2012) encontram resultados mistos em um estudo com 41 companhias financeiras listadas na BMF&BOVESPA com dados do período de 2009 a 2011, não permitindo afirmar se há relação entre remuneração e desempenho.

Os resultados inconclusivos ressaltam ainda mais a importância de novas análises de forma a aumentar o nível de conhecimento sobre o tema. Portanto, esse trabalho visa expandir e melhorar o entendimento entre a relação da remuneração e desempenho em empresas brasileiras, contribuindo para a literatura de governança e finanças corporativas.

Este estudo está organizado da seguinte forma, esta seção apresenta a introdução do trabalho. A seção seguinte discorre sobre a revisão de literatura referente a relação entre valor da empresa e a remuneração dos executivos. Em seguida, apresenta-se a metodologia de estudo e, finalmente, os resultados e conclusões do trabalho.

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Com o desenvolvimento econômico financeiro e o aumento da complexidade no mundo dos negócios ocorreu uma profunda mudança na estrutura societária empresarial: a separação entre propriedade e controle de uma empresa. Essa separação leva ao surgimento de uma nova relação, que é a entre acionistas e administradores. Tal relação é objeto de estudo da Teoria da Agência.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), citado por Silveira (p.26, 2002), definem um relacionamento de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente -para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente. “ A delegação da gestão da empresa a executivos profissionais permite que a empresa seja administrada por indivíduos mais capacitados ou devido ao fato de os investidores terem interesse em empregar seu tempo com outras atividades (SILVA; CHIEN, 2013). Nessa relação, o principal (acionista) provê capital, assume riscos e desenvolve incentivos; e o agente (gestor) toma as decisões corporativas de forma a maximizar o valor da empresa e seus objetivos sociais (LAMBERT, 2001).

Segundo Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. A determinação de remuneração abusiva para si próprio, desvio de recursos, nepotismo, resistência à liquidação ou fusão e aquisição vantajosa para acionistas são alguns exemplos pelos quais o agente age de forma que é favorável para si, mas é desvantajosa para o principal. Esse conflito se torna significativo quando o comportamento dos agentes não é observável pelo principal, ou quando existe uma assimetria de informações na relação, de tal forma, que o agente detém melhores informações da empresa, de suas ações e de sua capacidade de gestão do que o principal. (CARVALHAL; RÊGO, 2009)

Assim, o principal pode limitar potenciais conflitos de agência estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento

destinados a limitar a discricionariedade do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Um desses possíveis incentivos seria um sistema de remuneração apropriado aos executivos (agentes), de forma que possibilite um alinhamento com os interesses dos acionistas (principais).

2.2 REMUNERAÇÃO

Marquart, Lunkes e Rosa (2012) define remuneração como o ato de a organização investir em recompensas para as pessoas em troca de receber contribuições para alcançar seus objetivos. Dutra (2002, p. 181) considera que a remuneração financeira “é a contrapartida econômica ou financeira de um trabalho realizado por uma pessoa”. Segundo Krauter e Sousa (2008), a remuneração é importante ferramenta dos recursos humanos, pois tem como funções estimular a constante busca por alto desempenho e alinhar o comportamento dos indivíduos com os objetivos da empresa.

Existem inúmeras classificações de remuneração no meio acadêmico. Nesse estudo optou-se pela classificação utilizada nos formulários de referência que divide a remuneração em fixa, variável e baseada em ações.

A remuneração fixa é o montante em dinheiro previamente ajustado entre a pessoa e a empresa, pago regularmente pelo trabalho realizado. Esse tipo de remuneração não sofre influência de aspectos relacionados à produtividade ou desempenho. Exemplos desse tipo de remuneração são: Salários, assistência médica, assistência odontológica, seguro de vida.

Remuneração variável está relacionada ao cumprimento de uma meta pré-estabelecida entre executivos e a empresa. Normalmente, tais metas são anuais, associadas a dados contábeis e em relação a algum indicador financeiro, como por exemplo, receita, lucro e EBITDA. Embora haja um consenso em favor de uma relação entre pagamento e desempenho, é largamente reconhecido que o uso de indicadores contábeis é bastante imperfeito (TIROLE, 2006). Segundo Murphy (1999), remunerações por desempenho podem causar problemas sempre quando os indivíduos medidos a um indicador têm influência no processo de estabelecimento de padrões de desempenho. Os executivos são capazes de manipular dados

contábeis de acordo com seus interesses ou estabelecer metas que sejam extremamente fáceis de serem alcançadas. Exemplos desse tipo de remuneração são os bônus e participação nos lucros.

A remuneração baseada em ações está geralmente associada à distribuição de opções de ações (*stock options*) da empresa para os executivos. *Stock options* são instrumentos financeiros que dão o direito, mas não uma obrigação, de comprar ações em determinadas datas a um preço pré-determinado (*exercise price*). Tais opções não possuem valor, caso o preço das ações cotadas no mercado sejam inferiores ao preço de exercício. Esse tipo de remuneração é considerado uma das melhores formas para se alinhar os interesses dos executivos e acionistas, pois é de interesse de ambos a valorização das ações.

2.3 CONTEXTO BRASILEIRO

No caso brasileiro, a teoria da agência ganha contornos diferentes. O conflito presente é o que Villalonga e Amit (2006) definem como problema de agência tipo II. Nesse caso, o conflito existente é entre acionistas majoritários (agente) e minoritários (principal). Segundo esses autores, os acionistas majoritários podem usar seu controle na firma para extrair benefícios privados à custa dos acionistas minoritários.

Segundo Silveira (p 44,2002),

[...] a alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada [...]

Com dados relativos ao ano de 2000, Carvalhal-da-Silva (2004) evidenciou que 90,2% das empresas brasileiras pesquisadas possuíam um acionista majoritário e apenas 9,8% apresentavam estruturas mais dispersas de propriedade.

A Tabela 1 apresenta o percentual das ações com direito a voto (ordinárias) e sem direito a voto (preferenciais) do maior acionista de empresas brasileiras do índice Bovespa, entre os anos de 2010 e 2014. Os valores corroboram os resultados de

Carvalho-da-Silva (2004), em média os maiores acionistas detêm mais de 50% das ações com direito a voto, controlando as ações das empresas.

Tabela 1 - Participação das ações do maior acionistas.

Ano	Ações Ordinárias	Ações Preferenciais
2010	59,73	47,16
2011	59,05	46,52
2012	57,92	45,75
2013	57,73	45,66
2014	57,39	45,35
Média	58,36	46,09

Fonte: Económica.

Tal estrutura de propriedade gera impactos positivos e negativos. O impacto positivo estaria ligado à possibilidade de um monitoramento mais eficaz da administração efetuado pelos acionistas controladores, no sentido de equalizar os interesses dos proprietários e dos gestores (GOMES, 2000; CLAESSENS; FAN, 2002). Em outras palavras, reduzir o problema de agência entre os acionistas e os executivos. Um investidor com grande participação tem interesse e incentivos econômicos em coletar informações para monitorar os administradores. Ele também possui poder de voto suficiente para pressioná-los e até mesmo removê-los de seu cargo (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os aspectos negativos estariam relacionados à possibilidade de os acionistas majoritários usufruírem de benefícios privados do controle às custas dos demais acionistas, dado seu domínio sobre processo de decisão na empresa (CAIXE; MATIAS; OLIVEIRA, 2012). Segundo Shleifer e Vishny (1997), a questão fundamental é que os acionistas majoritários representam seus próprios interesses, que não necessariamente coincidem com os dos outros acionistas. Tal situação se agrava quando os investidores possuem interesses distintos nos fluxos de caixa, criam um novo conflito de agência, agora entre acionistas minoritários e majoritários.

Entre os possíveis abusos de acionistas majoritários controladores pode-se citar:

- Transferência de ações com desconto;
- Utilização de ativos da empresa como garantia para transações pessoais;

- Aquisição de empréstimos pessoais com vantagens comerciais
- Pagamento de salários excessivos a si próprios,
- Nomeação de familiares para cargos executivos privilegiados
- Ato de *insider trading*

Pesquisas empíricas demonstram os efeitos negativos de um acionista controlador com alta concentração. Barak, Cohen e Lauterbach (2008) encontraram que remuneração excessiva a um CEO membro de família controladora diminuía o Tobin's Q da firma, em um estudo com 122 companhias israelenses.

Levando-se em conta esse contexto brasileiro e a teoria da agência lança-se a seguinte hipótese.

Hipótese 1: *Existe uma relação positiva entre o valor da firma e a remuneração dos gestores em empresas brasileiras de capital aberto.*

2.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Segundo Silveira (2002), o Conselho de Administração é o principal mecanismo para diminuição do problema da agência dos gestores, pois atua como elo entre acionistas e gestores. Ele é tão importante para o funcionamento da sociedade anônima aberta que seus membros deveriam ter um alto padrão de conduta profissional (ANDRADE; ANDRADE, 2005).

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal (SILVA et al., 2005). Essa falta de qualificação, segundo Andrade e Andrade (2005) é causadora de grande parte dos problemas nas empresas, como abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos e fraudes.

No Brasil, a existência de um Conselho de Administração é obrigatória em toda companhia aberta, conforme a Lei das Sociedades Anônimas e facultativo nas demais sociedades anônimas, cabendo ao estatuto da empresa à definição do número de membros (MARTINS, ARNOLDI, 1988). Segundo Lei das S.A., O Conselho de Administração é formado por pelo menos três membros, não havendo menção do número máximo de conselheiros. As funções de um conselho de administração são relacionadas com grandes decisões de negócios e estratégia da corporação, dentre as quais se destacam:

- Decisões sobre venda de ativos
- Decisões a respeito de investimento e aquisições
- Analisar ofertas de outros grupos para aquisição
- Auditoria
- Supervisionar os riscos da gestão

Além disso, é responsável por definir o pacote de remuneração dos executivos e também por oferecer direcionamento estratégico para os gestores.

Uma visão, existente é que o diretor executivo pode controlar o conselho de maneira que consiga obter para si níveis excessivos de remuneração (SILVEIRA, 2002). Tirole (2006) acredita que os conselheiros não controlam os atos dos diretores executivos, mas pelo contrário, são controlados por eles.

Segundo lei das S.A, os conselheiros devem ser eleitos pela Assembleia Geral de Acionistas, com mandato nunca superior a quatro anos e com a renovação obrigatória de, no mínimo, um terço dos membros por eleição. Devido às características de propriedade das empresas brasileira, a maior parte dos membros do Conselho de Administração é indicada pelo acionista controlador. Essa situação impossibilita uma postura ativa e independente do conselho, não possibilitando o cumprimento de suas obrigações legais, prejudicando todos os outros acionistas. (SILVEIRA, 2002).

Outro ponto importante refere-se à questão da remuneração dos conselhos administrativos. Segundo Tirole (2006), tradicionalmente a remuneração é composta de honorários e benefícios, tendo essa uma baixa relação com o desempenho da organização. Dados de estudos recentes corroboram essa afirmação. Segundo pesquisa Remuneração dos Administradores 2012, 77% das companhias de capital aberto brasileiras adotam somente remuneração fixa para recompensar seus conselheiros administrativos.

Buscando entender o papel da remuneração dos conselheiros, propõe-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: *Há relação entre o valor da firma e a remuneração dos membros do conselho de administração em empresas brasileiras de capital aberto.*

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA

A amostra é composta por 56 empresas não financeiras participantes do índice BOVESPA no segundo trimestre de 2014, com dados disponíveis no período de 2010 a 2013.

Para testar as hipóteses teóricas foram coletados dados sobre remuneração total e número de membros do conselho de administração e da diretoria estatutária. Tais dados foram coletados a partir dos formulários de referências, especificamente na seção 13, que são divulgados no site das empresas e que também podem ser obtidos no site da CVM.

Dados sobre informações contábeis e indicadores de desempenho foram coletados no banco de dados da Economatica.

3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

A instrução 480 da CVM exige que sejam divulgados, na seção 13 do Formulário de referência, informações sobre as práticas e políticas de remuneração, valores máximos, mínimos e médios da compensação, planos de previdência e detalhamento dos valores da remuneração variável e baseada em ações dos conselhos administrativos, diretoria estatutária e conselho fiscal. Devem ser divulgadas informações relativas aos últimos três exercícios sociais

Apesar da exigência da CVM, informações sobre os valores da remuneração máxima e mínima não estão sendo divulgadas por diversas empresas, até o momento do presente estudo, devido a uma decisão judicial da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro em favor do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (Ibef). Por esse motivo, optou-se nesse trabalho pela utilização de valores médios para valores de remuneração. Remuneração média da diretoria executiva (REMD) será a variável

dependente para se testar a hipótese 1 e Remuneração média do conselho (REMC) será utilizada para testar a hipótese 2.

3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

A escolha das variáveis dependentes se baseou na literatura anterior sobre governança, valor da empresa e remuneração de executivos. Os principais estudos envolvendo remuneração, desempenho e valor comumente utilizam *Tobin's Q* e *Price-to-Book* (PB). Por exemplo, Fernandez e Mazzioni (2012), Vasconcelos e Monte (2012) e Camargo, Helal e Boas (2007) podem ser citados como trabalhos que utilizaram esses indicadores, que são ótimas métricas de valor pela ótica do acionista e sinalizam quão valorizada pelo mercado a empresa está em relação a seu valor contábil. Também podem sinalizar a respeito da gestão e resultados do corpo de executivos. Empresas com boa gestão e resultados satisfatórios geralmente são valorizadas pelo mercado.

Além disso, esse trabalho buscou replicar o estudo de Jensen e Murphy (1999) em que se é analisado a sensibilidade das compensações dos executivos ao aumento do valor de mercado das empresas. Para isso será utilizado, a variável Valor de mercado (VMERC).

3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Valor total dos ativos (ATIVO) é uma variável que aparece em quase todos os trabalhos do gênero, sendo utilizado, por exemplo, no trabalho de Silva e Chein (2013) e Palia (2001). Além disso, é bastante comum utilizar um indicador envolvendo o nível de endividamento da empresa. Nesse estudo, optou-se por utilizar Dívida Bruta sobre patrimônio líquido (DIVPAT). Na literatura também é utilizado o crescimento de receitas. Nesse estudo, optou-se por utilizar o crescimento médio dos últimos três anos (CRESC3), a fim de minimizar o efeito de valores excepcionais.

A fim de se examinar a influência dos diferentes níveis de governança nas remunerações de conselheiros e executivos serão criadas variáveis *dummies*. Os níveis são classificados em Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Tradicional. Cada nível possui regras específicas e regulamentos próprios, e foram criados com o intuito de impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Também se buscou nesse trabalho, avaliar a influência do setor em que as empresas estão inseridas. A classificação foi feita utilizando critérios do *Standard Industrial Classification (SIC)*, um sistema que permite a separação de empresas por um código de quatro dígitos. O sistema permite o agrupamento em três tipos de classificações: *industry group*, *major group* e *division*. Dado ao tamanho da amostra, optou-se por agrupar as empresas por divisões (*divisions*), que é o tipo de classificação que faz o agrupamento mais abrangente. Também foram criadas variáveis *dummies* para cada setor.

Porcentagem de votos do acionista majoritário (VOT) será outra variável de controle que será utilizada. Além disso, foi criada uma variável *dummy* chamada CONTROLE, que indicará se o maior acionista possui mais de 50% de votos, assumindo valores 1 caso possua ou 0 em caso contrário.

Todas as variáveis e suas abreviações se encontram no apêndice, localizado ao final desse trabalho.

3.5 ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis do estudo. Em média, um membro da diretoria executiva possui uma remuneração total de aproximadamente 2,9 milhões de reais por ano. Vale destacar que há uma grande variação nos valores, como se pode notar pelo alto desvio padrão e pela grande diferença entre os valores máximo e mínimo. Os membros do Conselho de Administração recebem uma remuneração mais modesta em relação aos membros da diretoria executiva, sendo o valor médio de aproximadamente 314 mil reais ao ano. No entanto, observa-se uma grande variabilidade na remuneração dos conselheiros.

Tabela 2 - Análise Descritiva (continua)

Variável	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
REMDI	2.937.416,00	2.570.166,00	8.080,85	25.300.000,00
REMC	314.547,80	318.368,50	4.953,57	1.918.854,00
VMERC*	27.600.000	60.900.000	677.346	469.000.000
Q	1,46	1,33	0,32	8,28
VOT	40,91	25,74	0,10	100,00
DIVPAT	102,13	104,80	0	752,40
CRESC3	13,5	19,7	-16	112
ATIVO*	41.900.000	101.000.000	993.000	778.000.000
PB	1,12	1,39	0,06	8,23
Tradicional	0,11	0,31	0	1
Nível 1	0,21	0,41	0	1
Nível 2	0,05	0,23	0	1
Novo Mercado	0,63	0,49	0	1
Construção	0,14	0,35	0	1
Manufatura	0,38	0,49	0	1
Serviços	0,07	0,26	0	1
Varejo	0,07	0,26	0	1
Transportes, Comunicações e Eletricidade	0,34	0,47	0	1

*Valores em milhares

Não somente nas variáveis dependentes há grandes variabilidades, mas também nas variáveis independentes. Há valores negativos nas variáveis indicando um desempenho não satisfatório, ao passo que também existem valores de desempenho excelentes, como o CRESC3 DE 112%.

Bastante expressivos os valores médios de Ativos e Valor de Mercado, sendo o valor médio de ativos correspondente a R\$41,9 bilhões e o valor médio de mercado correspondendo a R\$27,6 bilhões. No entanto, é bastante notável a dispersão, como se pode perceber pelos desvios padrões elevados.

Um ponto de destaque é a presença alta de empresas pertencentes Novo Mercado. Como se pode notar pela média da variável NM, há na amostra cerca de 60% de empresas pertencentes ao mais alto nível de governança corporativa. Além disso, nessa amostra o acionista controlador possui em média 40,9% do capital votante, percentual menor do que a média de todas as empresas listadas na bolsa, como demonstrado na revisão de Literatura.

Em relação aos setores, Manufatura é o setor que possui mais observações com 38% do total. Transportes, Comunicações e Eletricidade também possui número elevado de observações, sendo responsável por 34%. Construção possui 14% e Varejo e Serviços possuem 7%.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de variáveis, importante ferramenta para análise de relação das variáveis e que pode ser útil para se evitar o efeito da multicolinearidade. A maioria dos indicadores de desempenho possui uma relação positiva com a remuneração média da diretoria e do conselho. No entanto, essa relação é bastante fraca, tendo coeficiente de correlação com baixos valores. O destaque fica para o Valor de Mercado (VMERC) com coeficientes de correlação de 0,38 e 0,16 em relação a compensação de executivos e conselheiros, respectivamente.

Tabela 3 - Matriz de Correlações

	REMDI	REMC	VMERC	ATIVO	PB	Q	CRESC3	ROA	CONTROLE	DIVPAT
REMDI	1									
REMC	0.0872	1								
VMERC	0.3806	0.1569	1							
ATIVO	0.1621	-0.0611	0.2798	1						
PB	0.0471	0.1076	0.1996	-0.1335	1					
Q	0.0449	0.1159	0.1968	-0.1448	0.9957	1				
CRESC3	0.0821	-0.1443	-0.0904	-0.1142	-0.0372	-0.0397	1			
ROA	0.0723	0.0282	0.1947	-0.0694	0.8270	0.8097	0.0118	1		
CONTROLE	0.0490	0.1035	0.1699	0.2819	-0.0354	-0.0588	-0.1837	-0.0204	1	
DIVPAT	-0.0122	-0.0318	-0.0704	-0.0903	-0.1896	-0.1216	-0.0475	-0.3397	-0.0956	1

3.5.1 REMUNERAÇÃO POR SETOR

As Tabelas 4 e 5 apresentam as remunerações médias de membros da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração, respectivamente, por setor. Nota-se que o setor que mais remunerou seus executivos no período estudado foi o de Manufatura, com valores próximos ao do Varejo, sendo importante destacar a forte queda nos rendimentos em 2013 desse grupo. Construção e Serviços são os 3º e 4º setores que melhores remuneraram seus executivos. O grupo que paga os menores salários é o de Transportes, Comunicações e Eletricidade, com valores bem menores em relação aos demais grupos.

Tabela 4 - Remuneração Média Executivos por Setor

Setor	Ano				
	2010	2011	2012	2013	Média
Construção	2.813.638,00	3.208.438,00	3.435.593,00	2.434.823,00	2.973.123,00
Manufatura	3.142.082,00	3.848.775,00	3.243.725,00	3.911.785,00	3.536.591,75
Varejo	3.669.682,00	3.383.349,00	4.052.464,00	2.608.835,00	3.428.582,50
Serviços	2.322.472,00	2.668.918,00	3.146.626,00	2.896.800,00	2.758.704,00
Transportes, Comunicações e Eletricidade	1.575.867,00	1.855.298,00	1.713.665,00	3.153.919,00	2.074.687,25
Média	2.704.748,20	2.992.955,60	3.118.414,60	3.001.232,40	2.954.337,70

A remuneração do Conselho de Administração segue um padrão semelhante, ocorrendo, porém, uma inversão de posição entre Varejo e Manufatura. No entanto, há uma disparidade maior entre esses dois setores e os três outros grupos, compensando seus conselheiros com valores aproximadamente duas vezes maiores em relação aos demais. No entanto, nota-se uma tendência de crescimento em Construção, Serviços e Transportes, Comunicações e Eletricidade, o que contribui para diminuir a diferença existente entre as remunerações.

Tabela 5 - Remuneração Média Conselheiros por Setor

Setor	Ano				Média
	2010	2011	2012	2013	
Construção	165.663,30	148.356,50	234.356,80	286.290,20	208.666,70
Manufatura	469.027,30	500.253,60	513.898,40	441.861,20	481.260,13
Varejo	431.023,90	380.622,90	538.024,80	449.866,30	449.884,48
Serviços	117.960,70	154.297,50	179.335,00	194.395,20	161.497,10
Transportes, Comunicações e Eletricidade	150.578,50	158.780,30	175.306,50	226.258,80	177.731,03
Média	266.850,74	268.462,16	328.184,30	319.734,34	295.807,89

Análise Variância Setor

A fim de investigar possíveis diferenças de remuneração entre os setores, foram realizadas análises de variâncias com as remunerações de executivos e conselheiros. Os dois testes realizados demonstraram que há diferença entre os grupos, com significância no nível de 1%, demonstrando que as compensações de executivos e conselheiros dependem dos setores em que eles estão inseridos.

3.5.2 REMUNERAÇÃO POR NÍVEL DE GOVERNANÇA

As Tabelas 6 e 7 apresentam a remuneração dos executivos e conselheiros, respectivamente, por nível de governança corporativa de suas empresas. O Nível Tradicional foi o que pagou em médias os maiores valores para seus executivos, com valores próximos a empresas do nível 1. Nível 2 remunerou em média os menos valores, com valores semelhantes ao do Novo Mercado.

Ao se analisar a remuneração do Conselho de Administração, as remunerações seguem padrão distinto. Empresas do Nível 2 foram a que mais compensaram seus

conselheiros no período, seguidas pelo Nível Tradicional e Nível 1. Empresas do Novo Mercado foram a que menos remuneraram no período do estudo.

Tabela 6 - Remuneração média dos diretores executivos por níveis de governança em reais (R\$)

Nível Governança	Ano				
	2010	2011	2012	2013	Média
N1	2.510.039,00	3.590.996,00	2.747.742,00	4.146.403,00	3.248.795,00
N2	2.432.176,00	2.303.233,00	2.032.788,00	3.722.697,00	2.622.723,50
NM	2.451.583,00	2.741.075,00	2.825.033,00	2.883.740,00	2.725.357,75
Tradicional	3.196.757,00	3.335.373,00	3.168.593,00	3.658.645,00	3.339.842,00

Tabela 7 - Remuneração média dos conselheiros por níveis de governança em reais (R\$)

Nível Governança	Ano				
	2010	2011	2012	2013	Média
N1	412.688,30	321.243,30	344.985,00	361.230,30	360.036,73
N2	454.205,70	461.178,40	435.947,90	392.575,70	435.976,93
NM	228.047,90	263.203,00	303.445,80	319.341,70	278.509,60
Tradicional	322.542,80	399.687,10	487.809,70	292.653,60	375.673,30

Análise Variância Governança Corporativa

Os mesmos testes realizados para encontrar possíveis diferenças entre as médias dos setores também foram realizados com os níveis de governança corporativa. No entanto, não foram encontradas diferenças significativas, levando a crer que as estruturas de governança não possuem grande influência na compensação de executivos e conselheiros de empresas do índice IBOVESPA.

3.5.3 REMUNERAÇÃO MÁXIMA, MÍNIMA E MÉDIA

Como descrito anteriormente, a CVM exige a divulgação de valor máximos, mínimos e médios das remunerações de executivos e conselheiros. No entanto, uma parcela de empresas não divulga tais informações, apoiadas por uma decisão judicial. Na amostra do estudo, são cerca de 43% de empresas que não oferecem esses dados. Esse trabalho buscou investigar, se há diferenças significativas entre as variáveis de desempenho e remuneração entre empresas que divulgam ou não divulgam tais informações. Na tabela 8 se encontram os testes de média realizados.

Tabela 86 - Diferença Média Divulgam ou Não informações

Variáveis	Média		t	P
	Divulgam	Não Divulgam		
REMDI	2.372.936,00	3.591.988,00	3,55	0,00
REMCS	294.516,20	341.812,40	1,08	0,28
Q	1,67	1,13	-3,07	0,00
PB	1,38	0,78	-3,21	0,00
DIVPAT	81,68	133,98	3,77	0,00
VOT	39,29	45,67	1,86	0,06
ROA	7,00	4,55	-2,32	0,02

Como se pode observar pelos dados, empresas que não divulgam as informações exigidas pela CVM, em média remuneram mais os seus executivos, sendo os valores médios 51% maiores do que as empresas que divulgam. Porém, essa remuneração maior não é acompanhada por um desempenho superior, pois possuem desempenho econômico inferior a seus pares para as diversas medidas, como: *Tobins Q*, *Price-to-Book* ou Retorno sobre Ativos. Além disso, essas empresas são mais endividadas e possuem maior concentração de votos.

A análise acima sugere outras razões para a não publicação das compensações. Pode-se inferir que a divulgação dos valores máximos, colocaria uma maior atenção, tanto dos agentes de mercado, em particular, dos acionistas

minoritários, na remuneração dos CEOs. Provavelmente, seriam mais pressionados e obrigados a explicar o porquê do desempenho inferior, mesmo recebendo um salário maior.

O principal argumento para a não divulgação de dados por parte das empresas seria uma possível invasão de privacidade e a possibilidade de tais informações colocarem em risco a segurança dos CEOs e de seus familiares. Esse argumento pode ser refutado sem grandes dificuldades. Primeiro, o simples fato de ocupar a posição de CEO em uma empresa de grande porte já colocaria em risco a segurança, pois tal posição é associada com altos rendimentos. Segundo, como a própria CVM já salientou, a divulgação de tais informações apenas elevaria o nível de transparência para o patamar mínimo estabelecido internacionalmente.

3.6 MÉTODO

O trabalho utiliza uma amostra de dados em painel, que são caracterizados por apresentarem observações em duas dimensões (unidade de análise e tempo), sendo possível observar o comportamento das observações com as variações temporais. Outras vantagens estariam relacionadas com a possibilidade de controlar heterogeneidade não observada, que são características que variam com o tempo, mas não de acordo com a entidade estudada (REYNA, 2007). Além disso, propiciam maiores graus de liberdade e maior variabilidade do que dados em *cross section* (COSTA, LOUREIRO, 2009).

Para os dados em painel, há dois modelos principais: efeitos fixos (*fixed effects*) e efeitos aleatórios (*random effects*). A principal diferença entre os dois modelos é se os efeitos não observados são correlacionados ou não com os regressores (GREEN apud REYNA, 2007). Modelo de efeitos fixos assume que há correlação, ao passo que o modelo de efeitos aleatórios não.

Esse estudo realizou testes utilizando os dois modelos. Para a determinação do modelo mais apropriado foi utilizado o Teste de Hausman, que sinalizou o modelo de Efeitos Aleatórios como o mais adequado para os dados. Os resultados desse modelo serão exibidos na próxima seção. No entanto, é importante salientar que os

resultados gerados pelo modelo de efeitos fixos não demonstraram diferenças consideráveis e levam a conclusões similares.

Também é importante salientar que as variáveis dependentes e independentes sofreram transformações logarítmicas, fato que já ocorre nos diversos trabalhos realizados sobre o assunto. Portanto os modelos utilizados são do tipo log-log. Os coeficientes obtidos indicarão a elasticidade.

Além disso, para investigar se remunerações acima da média em relação ao setor tem correlação com valor, foram criadas variáveis ajustadas para cada um dos grupos setoriais. Essas variáveis, REMD_aj e REMC_aj, são iguais a remuneração REMD e REMC menos a média da remuneração do setor em que ela se encontra.

Para tratar da questão da multicolinearidade foram calculados os fatores de inflação da variância (VIF) e nenhum deles excedeu 5, indicando que não há problemas de multicolinearidade nos modelos.

Testes para identificar se havia um problema de heterocedasticidade também foram realizados. Não foram encontradas evidências de que havia tal problema. Apesar disso, decidiu-se realizar diversos testes com o modelo Mínimos Quadrados Ponderados. Os valores gerados não diferem dos resultados demonstrados na próxima seção desse trabalho.

Os modelos estimados se encontram a seguir:

$$\begin{aligned} \ln(REM)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln(Q)_{i,t} + \beta_2 CONTROLE_{i,t} + \beta_3 DIVPAT_{i,t} \\ & + \beta_4 \ln(ATIVO)_{i,t} + \beta_5 CRESC3_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \beta_7 GOVERNAN\c{C}A_{i,t} + u_i \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \ln(REM)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln(PB)_{i,t} + \beta_2 CONTROLE_{i,t} + \beta_3 DIVPAT_{i,t} \\ & + \beta_4 \ln(ATIVO)_{i,t} + \beta_5 CRESC3_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \beta_7 GOVERNAN\c{C}A_{i,t} + u_i \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \ln(REM)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln(VMERC)_{i,t} + \beta_2 CONTROLE_{i,t} + \beta_3 DIVPAT_{i,t} \\ & + \beta_4 \ln(ATIVO)_{i,t} + \beta_5 CRESC3_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \beta_7 GOVERNAN\c{C}A_{i,t} + u_i \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$REM_{i,t}$ indica a remuneração média da i -ésima firma no t -ésimo ano. Em um primeiro momento irá ser analisada a remuneração média dos diretores (REMD) e remuneração média dos diretores ajustada por setor (REMD_aj). Posteriormente, a remuneração média dos conselheiros (REMC) e a remuneração média dos conselheiros ajustada por setor (REMC_aj). As variáveis independentes Q, PB e VMERC indicam *Tobin's Q*, *Price to book ratio* e valor de mercado respectivamente. DIVPAT é a razão dívida bruta por patrimônio líquido. ATIVO é uma variável que se refere a totalidade de ativos de uma empresa. CRESC3 representa o crescimento da receita nos últimos 3 anos. Setor é a variável *dummy* criada para indicar o setor em que a empresa se encontra. Governança é a variável *dummy* que indica o nível de governança corporativa da empresa. O termo u_i indica o erro entre os grupos de firmas e $\varepsilon_{i,t}$ o erro da i -ésima firma no t -ésimo ano. Como ressaltado anteriormente, no modelo de efeitos aleatórios os efeitos não observados não são correlacionados com os regressores.

4 RESULTADOS

A Tabela 9 apresenta os resultados da regressão utilizando REMDI como variável dependente. Analisando-se os resultados, encontra-se que apenas o modelo que utiliza a variável “valor de mercado” como proxy para valor da firma apresenta coeficientes estatisticamente significativo. Isso indica que, dependendo da medida utilizada pode observar-se uma relação entre valor da empresa e remuneração dos executivos. Por outro lado, a variável “crescimento médio nos últimos 3 anos” apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos testados, demonstrando uma forte relação entre o crescimento econômico e a remuneração dos executivos.

Dado que a relação entre VLMERC e REMDI é do tipo log-log, o coeficiente gerado pelas regressões é interpretado como a elasticidade. Ou seja, uma variação de 1% no valor de mercado causa uma variação de 0,24% na remuneração média dos executivos.

No entanto, é necessário muito cuidado ao interpretar esses dados. Apesar de parecer que há uma ligação entre valor criado aos acionistas e aumento de riquezas dos executivos, os resultados podem estar simplesmente indicando que empresas de altos valores de mercado pagam melhores salários. Gibbons e Murphy (1990) chegaram a essa conclusão, após um estudo em que encontraram baixa relação entre valor e compensação em um estudo com firmas de grande porte.

Os níveis de governança também não geraram coeficientes significativos, o que já era esperado, dado que as análises de variâncias anteriormente realizadas demonstraram que não há diferença entre as remunerações médias nos diferentes níveis.

Tabela 9 - Regressão Remuneração Média Executivos

A tabela 9 apresenta os resultados da regressão com o modelo de efeitos aleatórios usando remuneração média dos diretores (REMDI) como variável dependente. Q indica o *Tobin's Q*, PB o *Price-to-Book ratio* e VMERC o valor de mercado. Nas regressões, VMERC e CRESC3 geraram coeficientes significativos.

In REMDI	Q	PB	VMERC
In Q	0.29 (1.42)		
In PB		0.20 (1.46)	
In VMERC			0.24*** (2.85)
CONTROLE	-0.06 (-0.28)	-0.07 (-0.32)	-0.06 (-0.26)
DIVPAT	-0.00 (-0.10)	0.00 (0.20)	0.00 (0.02)
In ATIVO	0.15 (1.14)	0.15 (1.13)	-0.01 (-0.09)
CRESC3	0.68* (1.76)	0.67* (1.71)	0.66* (1.73)
Tradicional	0.11 (0.25)	0.11 (0.25)	0.09 (0.23)
Nível 1	-0.47 (-1.36)	-0.46 (-1.35)	-0.53 (-1.63)
Nível 2	0.51 (0.98)	0.50 (0.97)	0.57 (1.12)
Construção	0.22 (0.61)	0.24 (0.66)	0.30 (0.87)
Manufatura	0.17 (0.67)	0.20 (0.79)	0.22 (0.90)
Varejo	0.60 (1.27)	0.58 (1.25)	0.74* (1.69)
Serviços	0.30 (0.62)	0.30 (0.65)	0.41 (0.89)
Constant	11.03*** (3.54)	11.26*** (3.74)	9.28*** (3.08)
R ² ajustado	0,15	0,15	0,17

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%,

A Tabela 10 apresenta o resultado das regressões ajustando a variável dependente pela média do setor de atuação da empresa. Os resultados são qualitativamente similares aos anteriores, onde a variável valor de mercado apresenta-se positiva e significativamente relacionada com a remuneração dos executivos.

Tabela 10 - Regressão Remuneração Média Ajustada de Executivos (Continua)

REMD_aj representa a diferença entre a remuneração de um diretor e a remuneração média do setor em que ele está inserido. Nesse modelo, tenta-se relacionar uma remuneração acima ou abaixo da média no setor com *Tobin's Q*, *Price- to-book ratio* e Valor de mercado. Nas regressões, obteve-se a variável VMERC com coeficientes significativos.

In REMDI_aj	Q	PB	VMERC
In Q	0.20 (1.15)		
In PB		0.13 (1.13)	
In VMERC			0.21*** (2.70)
CONTROLE	-0.03 (-0.14)	-0.04 (-0.19)	-0.04 (-0.17)
DIVPAT	-0.00 (-0.19)	0.00 (0.01)	-0.00 (-0.01)
In ATIVO	0.14 (1.20)	0.13 (1.18)	-0.00 (-0.02)
CRESC3	0.42 (1.15)	0.42 (1.13)	0.42 (1.15)
Tradicional	0.07 (0.18)	0.08 (0.20)	0.04 (0.11)
Nível 1	-0.55* (-1.72)	-0.55* (-1.73)	-0.59* (-1.92)
Nível 2	0.45 (0.90)	0.44 (0.89)	0.49 (1.02)
Constant	-3.25 (-1.21)	-3.07 (-1.17)	-4.84* (-1.89)
R ² ajustado	0,09	0,09	0,13

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Nas regressões do Conselho de Administração foram encontrados coeficientes significativos para CONTROLE e os setores de Manufatura e Construção. Importante destacar que a variável VMERC não possui resultados significativos nas duas regressões, indicando que a relação entre valor e remuneração dos conselheiros é mais fraca do que a já praticamente inexistente relação entre valor e remuneração dos diretores.

A fraca relação entre remuneração dos conselhos de administração e valor pode ser em parte explicada pela pesquisa Remuneração dos Administradores 2012, realizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa com empresas listadas na BOVESPA. Nessa pesquisa foi relatado que cerca de 77% das empresas somente utilizam remuneração fixa como forma de compensar seus conselheiros, ao passo que remuneração baseada em ações é empregada em apenas 9,6% das empresas pesquisadas. Além disso, foi encontrado que 91% do valor total da remuneração é composta por remuneração fixa. Ou seja, grande parcela da remuneração não é atrelada ao desempenho da empresa.

Tabela 7 - Regressão Remuneração Média de Conselheiros

A tabela 11 apresenta os resultados da regressão com o modelo de efeitos aleatórios usando remuneração média dos conselheiros (REMC) como variável dependente. A variável CONTROLE gerou coeficientes significativos negativos nas três regressões. Além disso, obteve-se coeficiente significativos para as variáveis de setor Manufatura e Varejo.

In REMC	Q	PB	VMERC
In Q	0.13 (0.83)		
In PB		0.09 (0.93)	
In VMERC			-0.04 (-0.62)
CONTROLE	-0.33** (-2.08)	-0.34** (-2.14)	-0.35** (-2.19)
DIVPAT	0.00 (0.80)	0.00 (0.96)	0.00 (0.63)
In ATIVO	0.14 (1.24)	0.14 (1.24)	0.13 (1.17)
CRESC3	-0.14 (-0.60)	-0.16 (-0.64)	-0.08 (-0.34)
Tradicional	-0.28 (-0.68)	-0.28 (-0.69)	-0.18 (-0.43)
Nível 1	-0.03 (-0.09)	-0.03 (-0.08)	-0.08 (-0.24)
Nível 2	0.51 (1.01)	0.51 (1.01)	0.46 (0.90)
Construção	0.08 (0.23)	0.09 (0.26)	-0.02 (-0.06)
Manufatura	0.79*** (3.08)	0.80*** (3.14)	0.81*** (3.16)
Varejo	0.98** (2.13)	0.97** (2.11)	1.05** (2.30)
Serviços	-0.13 (-0.27)	-0.13 (-0.27)	-0.09 (-0.19)
R²	0,23	0,23	0,22

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Assim como os resultados obtidos com dados dos diretores, a remuneração dos conselheiros ajustada por setor também gerou coeficientes não significativos, demonstrando baixa ou nenhuma relação entre valor e remuneração.

Tabela 8 - Regressão remuneração média de conselheiros ajustada por setor.

REMC_aj representa a diferença entre a remuneração de um conselheiro e a remuneração média do setor em que ele está inserido. Nesse modelo, tenta-se relacionar uma remuneração acima ou abaixo da média no setor com *Tobin's Q*, *Price- to-book ratio* e Valor de mercado. Somente com a variável CONTROLE obteve-se coeficientes significativos.

In REMC_aj	Q	PB	VMERC
In Q	0.14 (1.01)		
In PB		0.10 (1.13)	
In VMERC			-0.02 (-0.28)
CONTROLE	-0.26* (-1.73)	-0.27* (-1.81)	-0.27* (-1.81)
DIVPAT	0.00 (0.82)	0.00 (1.00)	0.00 (0.69)
In ATIVO	0.09 (0.93)	0.09 (0.94)	0.07 (0.67)
CRESC3	-0.10 (-0.43)	-0.11 (-0.48)	-0.05 (-0.21)
Tradicional	-0.28 (-0.71)	-0.28 (-0.72)	-0.14 (-0.38)
Nível 1	-0.00 (-0.01)	-0.00 (-0.01)	-0.02 (-0.08)
Nível 2	0.47 (0.98)	0.46 (0.98)	0.43 (0.90)
Constant	-2.15 (-0.92)	-2.11 (-0.92)	-1.15 (-0.50)
R ²	0,02	0,02	0,01

***, ** e * indicam significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

5 OUTRAS ANÁLISES

Na tabela 13 encontram-se testes de médias, a fim de se verificar o impacto do CEO Turnover, Chair Turnover e Duality nas remunerações de executivos e conselheiros. Nota-se que existe apenas diferença nas remunerações médias dos diretores quando ocorre mudança de CEO (*CEO TURNOVER*). A saída de um CEO permite aos membros do conselho a reestruturação de pacotes de remuneração. Os resultados vão de encontro ao estudo de Anderson (2009), o qual demonstrou que após a saída de um executivo os salários médios tendem a subir.

Tabela 13 - Teste média levando em consideração CEO Turnover, Chairman Turnover e Duality.

		Média		T	P
		Não	Sim		
CEO Turnover	Diretoria Executiva	3.103.617,00	5.143.224,00	- 2,83	0,01***
	Conselho	378.637,30	416.086,70	- 0,40	0,69
Chairman Turnover	Diretoria Executiva	3.288.781,00	3.882.147,00	- 0,76	0,45
	Conselho	373.883,10	459.692,80	-0,87	0,384
Duality	Diretoria Executiva	3.429.076,00	2.733.483,00	0,8953	0,3721
	Conselho	385.215,80	365.685,60	0,1927	0,8475

*** indica significância estatística de 1%.

Esperava-se uma remuneração maior para executivos em empresas que o CEO também é presidente do conselho de administração (*Duality*), devido ao poder que ele exerce, sendo capaz de influenciar sua remuneração. A não diferença poderia estar associada ao uso de médias para remuneração de executivos no presente estudo, não permitindo capturar o efeito de uma remuneração superior do CEO.

Também não foram encontradas diferenças significativas quando há a troca do Presidente de Conselho de Administração (*Chairman Turnover*). A não diferença em relação à diretoria executiva poderia ser explicada pelo fato de a remuneração ser instituída e aprovada anteriormente à entrada do novo chairman, não podendo, portanto, ser alterada posteriormente.

6 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como objetivo examinar a relação entre o valor criado aos acionistas e as remunerações de diretores executivos e conselheiros. Para isso, foram feitas análises descritivas e regressões utilizando dados em painel, sendo Efeitos Aleatórios o modelo utilizado. Por meio das análises descritivas, foi possível notar que as remunerações sofrem influência do setor da indústria e que são insensíveis aos níveis de governança corporativa. Os resultados das regressões geraram coeficientes não significativos, demonstrando que não há relação entre compensação e valor, o que vai de encontro de estudos brasileiros como de Vasconcelos e Montes (2002) e Silva e Chien (2013).

No entanto, o resultado mais notável foi das diferenças de médias de indicadores financeiros de empresas que divulgam ou não divulgam totalmente as informações exigidas pela CVM. Apesar de remunerarem melhor seu corpo de executivos, essas empresas são mais endividadas, possuem menores *Tobin's Q*, *Price-to-Book* e ROA, reforçando a necessidade de uma maior abertura de informações por parte dessas empresas.

Importante ressaltar as limitações do estudo, devido a não divulgação de valores individuais da remuneração do CEO, amparadas por uma decisão judicial. A divulgação possibilitaria realizar análises mais complexas, permitindo tratar de questões de endogeneidade, como já acontece em estudos internacionais do tipo, bem como permitir relacionar remuneração com características pessoais como idade, escolaridade e experiência.

Além disso, é importante salientar a necessidade de mais estudos. O número de trabalhos brasileiros sobre o assunto é bastante escasso, apesar de o tema ser de extrema importância para as organizações. Futuras pesquisas poderiam fazer uso de análises buscando entender a relação dos componentes fixos, variável e baseadas em ações das remunerações e valor. Também poderiam ser feitas análises buscando entender o impacto da estrutura do conselho de administração nas remunerações de executivos. Análises desse tipo são abundantes em artigos internacionais, mas em baixo número no Brasil.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, R. G. CEO Turnover and Compensation: An Empirical Investigation. **The Quarterly Journal of Finance**, v.4, p. 1-34, 2009.

BARACK, R.; COHEN, S.; LAUTERBACH, B. The effects of CEO Pay on Firm Valuation in Closely Held Firms. **International Corporate Governance (Advances in Financial Economics)**, v.14, p. 19-42, 2011.

BARROS, L.A.; SILVEIRA, A.D.; BORTOLON, P.; LEAL, R.P.C. Facing the Regulators: Noncompliance With Detailed Mandatory Compensation Disclosure in Brazil. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 51, p. S47–S61, 2015.

BORSCH-SUPAN, A.H., KÖKE, J.F. An Applied Econometricians View of Empirical Corporate Governance Studies. **German Economic Review**, v. 3, 295–326. 2002.

BRICK, I.E.; PALMON, O; WALD J.K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 403-423, June 2006.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 28, 2007, Foz do Iguaçu. **Anais...** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007, p.1-10.

CAIXE, D.F.; MATIAS, A.B.; OLIVEIRA, S.V. Acionistas Minoritários, Estrutura de Controle e Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **ReAC – Revista de Administração e Contabilidade**, Feira de Santana-Ba, v. 4, n. 3, p. 52-65, set./dez. 2012.

CARVALHAL, R.L.; RÊGO, R.B. Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil. **Relatórios de pesquisa em engenharia de produção**, v. 10, n. 13, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>
> Acesso em: 10 jun. 2014

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

DAVIS, A.; MISHEL L. CEO Pay Continues to Rise as Typical Workers Are Paid Less. **Economic Politic Institute**. June 2014.

FERNANDES, F.C.; MAZZIONI, S. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras no setor financeiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 26, n. 2, p. 41-64, maio/ago. 2015.

FERNANDES, F.C.; SILVA, J.C. Remuneração dos executivos: análises dos quatro maiores bancos estatais e dos quatro maiores bancos privados listados na BM&F BOVESPA. In: ENCONTRO DA ANPAD, 38, 2013, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro, ANPAD, 2013.

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

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

KRAUTER, E.; SOUSA A. F. A relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas. In: SEMEAD, 11, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2008.

MACHADO, D.G.; BEUREN, I.M. Política de Remuneração de Executivos: Um Estudo em Empresas Industriais Brasileiras, Estadunidenses e Inglesas. In: ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA, 6, 2013, Bento Gonçalves. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2013.

MARQUART, A.; LUNKES, R.J.; ROSA, F.S. Um estudo sobre práticas de remuneração estratégica nas maiores empresas de Santa Catarina. **Revista Eletrônica Gestão e Sociedade**, Belo Horizonte v. 6, n. 13, p. 04-25, jan./abr. 2012.

MARTINS, E.M.O.; ARNOLDI, P.R.C. Administração e diretoria das sociedades anônimas (LEI 6.404/76). Disponível em: <http://sisnet.aduaneiras.com.br/lex/doutrinas/arquivos/diretoria.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2014

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

MURPHY, K.J. Executive Compensation. **Marshall School of Business University of Southern California**. June 2009.

OKIMURA, R.T. SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K.C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v.1, n. 1, art. 8, p. 119-135, jan./abr. 2007.

ROCHA, V.F.T.; QUEIROZ, G.C.; GALLON, A.V. Ebtida e a remuneração de agentes da governança corporativa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 15, 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo, FEA, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n.2, June 1997.

SIGLER, K. CEO Compensation and Company Performance. **Business and Economics Journal**, v. 2011, p. 1-8.

SILVA, A.L.C.; CHIEN, A.C.Y. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, dez. 2013.

SILVEIRA, A. DI M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. São Paulo. 152f. Dissertação (Mestrado em Administração – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

TIROLE, J. **The Theory of Corporate Finance**, Princeton University Press. 2006. 656 p.

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Revista Registro Contábil**, v. 4, nº1, p. 1-17, jan./abr. 2013.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, p. 385–417, 2006.

WALLSTEN, S.J. Executive compensation and firm performance: big carrot, small stick. **Stanford Institute for Economic Policy Research**, March 2000.

APÊNDICE – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variáveis Dependentes

Variável	Abreviação	Fórmula
Remuneração Média Diretor	REMDI	Remuneração total Diretoria Executiva / N° membros da Diretoria Executiva
Remuneração Média Diretor ajustado por setor	REMDI_aj	REMDI - Remuneração média do setor
Remuneração Média Conselho	REMC	Remuneração total do Conselho de Administração / N° membros conselho de administração
Remuneração média do conselho ajustado por setor	REMC_aj	REMC - Remuneração média do setor

Variáveis Independentes

Variável	Abreviação	Fórmula
Valor de Mercado (milhares)	VMER	N° Ações Ordinárias(ON) x Preço ON + N° ações preferenciais(PN)* preço PN.
<i>Price to Book ratio</i>	PB	Valor Mercado/ Valor Contábil
<i>Tobin's Q</i>	Q	Valor de Mercado + Valor das Dívidas de Curto e Longo Prazo / Valor dos Ativos

Variáveis de Controle

Variável	Abreviação	Fórmula
Ativo (milhares)	ATIVO	Valor total dos Ativos
Retorno sobre Ativos	ROA	Lucro Líquido / Ativos
Participação do acionista majoritário	VOT	Total de ações com direito a voto do acionista controlador / Total de ações com voto
Controle	CONTROLE	Assume 1 quando o acionista majoritário tem mais de 50% das ações ordinária, 0 caso contrário.
Dívida Bruta sobre Patrimônio Líquido.	DIVPAT	Dívida Bruta / Patrimônio Líquido
Crescimento Médio da Receita nos 3 últimos anos	CRESC3	Receita Média (t até t-3)- Receita Média(t-1 até t- 4)/ Receita Média(t-1 até t-4)/