

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS  
MESTRADO EM GESTÃO EMPRESARIAL**

**EFEITO DA QUALIDADE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA SOBRE  
AS ESTRUTURAS DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E  
DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

**GISELLE CILAINE ILCHECHEN COELHO**

Rio de Janeiro – 2018

**GISELLE CILAINÉ ILCHECHEN COELHO**

**EFEITO DA QUALIDADE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA SOBRE AS  
ESTRUTURAS DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Executivo em Gestão Empresarial da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Gestão Empresarial.

Área de concentração: Governança Corporativa

Orientador: Prof. Dr. Joaquim Rubens Fontes Filho

Rio de Janeiro

2018

Coelho, Giselle Cilaine Ichechen

Efeito das boas práticas de governança sobre a remuneração  
Executive / Giselle Cilaine Ichechen Coelho. – 2018.  
62 f.

Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de  
Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa.

Orientador: Joaquim Rubens Fontes Filho.

Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa. 2. Executivos - Salários etc. I. Fontes Filho, Joaquim  
Rubens. II. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. Centro de  
Formação Acadêmica e Pesquisa. III. Título.

CDD – 658.4

GISELLE CILAINE ILCHECHEN COELHO

**“EFEITO DA QUALIDADE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA SOBRE AS ESTRUTURAS DE  
REMUNERAÇÃO EXECUTIVA”.**

Dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Profissional Executivo em Gestão Empresarial do(a) Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas para obtenção do grau de Mestra(a) em Administração.

Data da defesa: 10/10/2018

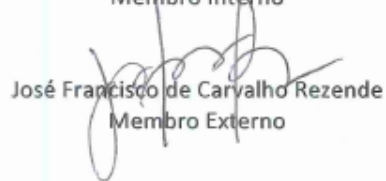
**ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA**



Joaquim Rubens Fontes Filho  
Orientador(a)



Felipe Buchbinder  
Membro Interno



José Francisco de Carvalho Rezende  
Membro Externo

Dedico este trabalho ao meu esposo, José Mauricio, por incentivar, apoiar, torcer e compreender meus longos períodos de dedicação ao Mestrado.

Dedico também à minha amiga Graziela Tavares, que tanto me apoiou durante a elaboração deste trabalho e hoje é uma das estrelas que enfeitam o céu.

## AGRADECIMENTOS

---

Agradeço em especial a Deus e aos espíritos protetores as bênçãos e boas energias concedidas a mim nos momentos mais árduos desta jornada.

Ao meu amado esposo, José Mauricio Pereira Coelho, meu companheiro de vida, meu maior parceiro neste projeto, sou grata por estar sempre presente nos momentos mais difíceis desta fase, me apoiando incondicionalmente, me encorajando e me fortalecendo para seguir sempre em frente.

Ao meu enteado, Bruno Costa Coelho, sou grata por me permitir fazer parte de sua vida e pela companhia, convivência e ensinamentos diários.

Aos meus pais, Anezio Ilchechen e Selma Maroli de Oliveira Ilchechen, agradeço a dedicação à minha educação e formação moral. Às minhas irmãs, Dayane Marcella Ilchechen e Jayce Francielle Ilchechen, sou grata por compreenderem a necessidade de dedicação e foco neste projeto.

Aos meus queridos sogros, Betinho e Deise Coelho, à minha cunhada, Marcia Coelho, e aos meus tios amados, Sergio e Marly Maestrali, sou grata por compreenderem as minhas ausências e pelo amor incondicional.

Ao meu orientador, professor Dr. Joaquim Rubens Fontes Filho, agradeço a disponibilidade, dedicação, parceria, intenso aprendizado e contribuição fundamental para o desenvolvimento e finalização desta pesquisa.

Aos professores e colegas da turma MEX 2017, agradeço a intensa troca de experiências, o convívio e o coleguismo ao longo desses dois anos.

Finalmente, agradeço a todas as pessoas envolvidas direta ou indiretamente nesta jornada e que contribuíram e me apoiaram durante esses dois anos.

## RESUMO

---

**Objetivo** – Este estudo pretende investigar o efeito da qualidade das práticas de governança sobre as estruturas de remuneração executiva.

**Metodologia** – Para atingir os objetivos propostos foi realizado um estudo quantitativo, fundamentado em procedimentos estatísticos como testes das hipóteses, por meio de modelo de regressão linear múltipla. A abrangência da amostra, 174 empresas, e a utilização de variáveis de controle e a transformação logarítmica de algumas variáveis, possibilitaram modelos estatisticamente significantes e com bons níveis de capacidade preditiva.

**Resultados** – Foi demonstrado que a qualidade das boas práticas de governança corporativa não gera influência sobre a remuneração executiva, bem como sobre o *CEO pay slice*. No entanto, há evidências de que o efeito das boas práticas de governança corporativa reduz o *conformity gap* e, portanto, possibilita maior aderência às boas práticas de remuneração executiva.

**Limitações** – A principal limitação da pesquisa deve-se à análise de apenas um ano, podendo trazer efeitos sazonais como o desligamento de executivos. Outro ponto importante é que inúmeras empresas não forneceram as informações de remuneração de seus executivos, estando amparadas, naquele ano, pelo mandado de segurança obtida pelo IBEF, abrangendo cerca de 19% das empresas da amostra, podendo gerar algum tipo de viés nos resultados.

**Contribuições práticas** – A partir dos resultados, conclui-se que no Brasil as estruturas de governança não geram influência sobre as práticas de remuneração, no entanto, o incentivo à aderência às boas práticas deve estar sempre presente como forma de reduzir o conflito de agência.

**Contribuições acadêmicas** – Este estudo contribui para a pesquisa de um conceito pouco conhecido no Brasil, *conformity gap*, demonstrando estatisticamente que as empresas mais maduras em governança corporativa possuem maior conformidade às boas práticas de remuneração executiva.

**Originalidade** – Conforme observou-se em uma pesquisa prévia acerca do tema, este é o primeiro estudo sobre remuneração executiva que apresenta o efeito da qualidade das práticas de governança sobre a remuneração executiva, com a utilização de

expressões pouco conhecidas no Brasil como variável dependente, *conformity gap* e com o *CEO pay slice*.

**Palavras-chave:** Governança corporativa; Remuneração executiva; Teoria da agência.

**Categoria do artigo:** Dissertação de Mestrado.



## ABSTRACT

---

**Purpose** – This study intends to investigate the effect of quality of governance practices on structure of executive compensation.

**Design/Methodology** – In order to reach the proposed objectives, a quantitative study was carried out, based on statistical procedures as hypothesis tests, using a multiple linear regression model. The sample coverage, 174 companies, and the use of control variables and the logarithmic transformation of some variables, allowed for statistically significant models with good levels of predictive capacity.

**Findings** – It has been demonstrated that the quality of good corporate governance practices does not generate influence on executive compensation, as well as CEO pay slice. However, there is evidence that the effect of good corporate governance practices reduces the conformity gap, thus, it allows greater adherence to good executive remuneration practices.

**Research limitations** – The main limitation of the research is due to the analysis of only one year and can have seasonal effects such as the dismissal of executives. Another important point is that numerous companies didn't provide the compensation information of their executives, being supported in that year by the security order obtained by the IBEF, covering about 19% of the companies in the sample and may generate some type of bias in the results.

**Practical Implications** – Based on the results, it can be concluded that in Brazil, governance structures do not influence remuneration practices, however, encouraging adherence to good practices should always be present as a way to reduce agency conflict.

**Academic Implications** – This study contributes to the research of the little known concept in Brazil, conformity gap, statistically demonstrating that more mature in corporate governance have greater compliance with good executive remuneration practices.

**Originality** – As noted in a previous research, this is the first study on executive compensation that presents the effect of the quality of governance practices on executive compensation, using the expression little known in Brazil as a dependent variable, conformity gap and with CEO pay slice.

**Keywords:** corporate governance, executive compensation, agency theory

**Paper category:** Master's thesis.

## LISTA DE QUADROS

---

<b>Quadro 1.</b> Definição das variáveis utilizadas no estudo .....	41
---	----

## LISTA DE TABELAS

---

<b>Tabela 1.</b> Composição da amostra por segmento de listagem .....	43
<b>Tabela 2.</b> Composição da amostra por setor de atuação .....	44
<b>Tabela 3.</b> Estatística Descritiva da Amostra.....	45
<b>Tabela 4.</b> Resultados H1 .....	47
<b>Tabela 5.</b> Resultados H2 .....	49
<b>Tabela 6.</b> Resultados H3 .....	51

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

---

<b>B3 S.A</b>	Brasil , Bolsa e Balcão S.A
<b>CEO</b>	Chief Executive Officer
<b>CPS</b>	CEO Pay slice
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FR</b>	Formulário de Referência
<b>IBEF</b>	Instituto Brasileiro dos Executivos Financeiros
<b>IBGC</b>	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
<b>MPT</b>	Managerial Power Theory
<b>NM</b>	Novo Mercado
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>SoP</b>	Say on pay
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission

## SUMÁRIO

---

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA .....</b>	<b>19</b>
2.1 A Governança Corporativa .....	20
2.2 A Teoria da Agência .....	23
2.3 Remuneração Executiva .....	25
2.4 As Práticas de Governança Corporativa .....	33
2.5 Hipóteses de Pesquisa .....	34
<b>3 MÉTODO DE PESQUISA .....</b>	<b>39</b>
3.1 População e Amostra.....	39
3.2 Fontes e tratamento de dados .....	40
3.3 Operacionalização das variáveis .....	40
<b>4 RESULTADOS.....</b>	<b>43</b>
4.1 Estatística Descritiva da Amostra.....	43
4.2 Regressão Linear Múltipla.....	45
4.3 Análise dos Resultados .....	46
4.3.1 Análise: Teste Modelo H1 .....	46
4.3.2 Análise: Teste Modelo H2.....	48
4.3.3 Análise: Teste Modelo H3.....	50
<b>5 DISCUSSÃO .....</b>	<b>52</b>
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>54</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>56</b>

## 1 INTRODUÇÃO

---

A história moderna sobre a remuneração executiva teve início em 1980 (MURPHY, 1999), em paralelo à teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) e o surgimento da governança corporativa como mecanismo para mitigar o conflito de agência (CARVALHO, 2002). Até o ano de 1985 eram publicados apenas um ou dois artigos por ano sobre a temática, sendo que, a partir de 1995, o tema ganhou maior relevância para as pesquisas científicas, havendo publicação de mais de 60 artigos anuais (FERNANDES; SILVA, 2013).

Para Conyon (2006), a remuneração executiva é um assunto complexo e controverso. Há muitos anos o tema chama a atenção dos acadêmicos e formuladores de políticas, questionando se os níveis de remuneração praticados são consistentes com os interesses dos acionistas.

Segundo Banghoj et al. (2010), o tema é de grande interesse nos âmbitos profissional e acadêmico, justificado por muitos trabalhos, ao longo dos anos, que buscam explicar a remuneração dos executivos.

No Brasil, após a crise norte-americana do *subprime*, a Comissão de Valores Mobiliários, agência reguladora do mercado de capitais brasileiro, incluiu na Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, a seção 13 do anexo 24 (Formulário de Referência). A referida seção deve ser preenchida com informações sobre a remuneração dos executivos, apresentando transparência nas divulgações de informações relativas aos participantes do mercado (BEUREN; SILVA, 2012).

Ainda no Brasil, adicionalmente à importância acadêmica observada por inúmeras pesquisas (CAMARGOS; HELAL, 2007; CARVALHAL DA SILVA; YI CHIEN, 2013; FERNANDES; MAZZIONI, 2015; FERNANDES; SILVA, 2013; FONTES FILHO et al., 2016; MALVESSI; PEREIRA FILHO, 2016; NARDI CIAMPAGLIA et al., 2007; SILVA, 2010; SILVEIRA, 2004), a remuneração executiva, mais especificamente os aspectos relacionados a valores, forma e proporção, também tem sido objeto de maior atenção da mídia (COHEN; VITURINO; VIEIRA, 2013; EXAME, 2014; VALOR ECONÔMICO, 2018), fato explicado pelo esforço que o país tem feito para encontrar o caminho de retomada de crescimento e pela função da remuneração executiva no

alinhamento de interesses – e conseqüentemente impulsionando o crescimento das empresas (IBGC, 2018).

Apesar do aumento no número de pesquisas brasileiras envolvendo o tema, a quantidade de trabalhos sobre remuneração executiva no Brasil ainda é pequena quando comparada à literatura internacional, justificada pela menor disponibilidade de informações (CARVALHAL DA SILVA; YI CHIEN, 2013).

Para Banghoj et al. (2010), a remuneração executiva é considerada um instrumento de alinhamento dos interesses entre gerentes e acionistas, ou seja, entre agentes e principais.

Nesse sentido, a teoria da agência identifica a ocorrência de dissociação de interesses entre acionistas e gestores (JENSEN; MECKLING, 1976) decorrentes da separação da propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1987), e destaca a importância de mecanismos para mitigá-los. As práticas de governança corporativa, como, por exemplo, estruturas de remuneração executiva, são considerados mecanismos que buscam minimizar o conflito existente e alinhar os interesses (LA PORTA et al., 2000; SILVEIRA, 2006).

De acordo com estudo de Jensen, Murphy e Wruck (2004), na história da remuneração executiva praticada nos EUA concluiu-se que a governança corporativa e a política salarial das empresas apresentam relação muito próxima. Portanto, estruturas ruins de governança podem influenciar práticas de remuneração que destruam o valor das empresas.

Conyon (1997) destaca que a remuneração de executivos tem sido uma preocupação das empresas e o aumento dos valores praticados tem gerado debate sobre quais mecanismos de governança corporativa são utilizados. Para Conyon e He (2011), os atributos de governança são importantes porque auxiliam no alinhamento dos interesses entre o principal e o agente. Na mesma linha, Funchal (2005) destaca que a elaboração de esquemas de incentivos e premiação também são relevantes para equilibrar a relação entre acionistas e executivos.

Ratificando a relevância de se compreender a correlação existente entre práticas de governança corporativa e a remuneração dos diretores, Cunha, Vogte e Degenhart (2016) buscaram identificar quais atributos de governança corporativa afetariam os valores da remuneração (fixa e variável) dos diretores executivos das empresas brasileiras de capital aberto. Os mesmos autores concluíram que itens



como participação acionária, tamanho do conselho de administração e da empresa apresentaram relação significativa com a remuneração.

Nesse contexto, Cunha, Vogte e Degenhart (2016) afirmam que a governança corporativa tem se destacado no Brasil porque as empresas brasileiras, conscientes da necessidade de atrair novos recursos financeiros, têm adotado boas práticas de governança, disponibilizando maior volume de informações para os investidores.

Considerando o contexto do mercado de capitais brasileiro, economia emergente com predominância de concentração de capital e de propriedade das empresas, e na tentativa de se buscar identificar alto padrão de práticas de governança corporativa, cabe considerar como referência o segmento de listagem da B3 S.A – Novo Mercado (NM) – o qual firmou-se como um nível diferenciado destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira.

Por meio da adoção de um conjunto de regras societárias, de divulgação de políticas e da existência de estruturas de fiscalização e controle, o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Com isso, ao exigir maior transparência, a saber, disponibilização de grande volume de informações, o NM possibilita que as empresas atraiam investidores, aumentando a possibilidade de financiar o crescimento por meio de capital de terceiros.

Segundo Dittman e Maug (2007), a perspectiva teórica dominante na maioria dos estudos sobre remuneração executiva é a teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Os autores destacam ainda que, de forma a minimizar os efeitos causados pela dissociação de interesses entre o agente e o principal e em busca de melhor desempenho da empresa, os acionistas passaram a conceder aos executivos pacotes de remuneração (fixa e variável).

Sob a perspectiva teórica dominante (DITTMAN; MAUG, 2007), os autores Core, Holthausen e Larcker (1999), ao analisarem 205 empresas norte-americanas de capital aberto, sugeriram que empresas com estruturas mais fracas de governança corporativa têm maiores problemas de agência e tendem a pagar mais para os diretores executivos.

Adicionalmente, a remuneração executiva pode ser examinada sob outras duas perspectivas teóricas que buscam explicar os valores praticados. A teoria *managerial power theory* (BEBCHUK; FRIED, 2006) explica que o CEO possui influência sobre o conselho e conseqüentemente sobre a sua própria remuneração, justificando os altos

salários. Já a teoria baseada no mercado (MURPHY; ZÁBOJNÍK, 2004) defende que o pagamento de altas cifras é explicado pelos mecanismos de mercado que buscam recompensar os executivos por suas raras habilidades.

Desse modo, é possível observar que dentre as teorias existentes, duas delas buscam explicar principalmente os valores de remuneração. Logo, considerando o contexto do mercado de capitais brasileiro e a importância da compreensão da remuneração executiva e do seu papel no alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, em outras palavras, na minimização do conflito agente-principal, torna-se relevante identificar, na perspectiva da teoria da agência, o efeito da qualidade das práticas de governança corporativa sobre as estruturas de remuneração. Ressalta-se que a escolha dessa perspectiva teórica se justifica por tratar mais diretamente da relação governança *versus* valor da remuneração executiva, alinhada ao problema de pesquisa ora em estudo.

Frente ao exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia o desenvolvimento desta pesquisa: *qual o efeito da qualidade das práticas de governança corporativa sobre as estruturas de remuneração executiva?* Visando encontrar uma resposta, o objetivo deste estudo é analisar, na perspectiva da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), se há relação significativa entre a adoção do mais elevado padrão de práticas de governança corporativa e a remuneração executiva das empresas brasileiras de capital aberto.

Esta pesquisa justifica-se pelo fato de a remuneração executiva causar muitas discussões no mercado brasileiro (SILVA, 2010) e internacional (CONYON, 2006) e de que a governança corporativa pode reduzir os problemas de agência, que decorrem da separação da propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1987), influenciando as estruturas de remuneração (salário fixo, bônus em dinheiro e/ou ações e *stock options*) definidas pela empresa (MURPHY, 2009). Ainda, agregando à justificativa da pesquisa, segundo Core, Holthausen e Larcker (1999), as empresas norte-americanas de capital aberto, com estruturas mais fracas de governança corporativa, têm maiores problemas de agência e tendem a pagar mais para os diretores executivos

Nesse sentido, a teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) estabelece que uma das formas de alinhar interesses dos administradores e acionistas é o estabelecimento de incentivos apropriados, reduzindo o problema de agência. Silveira

(2004) também afirma que a remuneração executiva é um dos principais mecanismos internos da governança corporativa.

A pesquisa está organizada, além desta introdução, em outras cinco seções, sendo que na segunda seção – na revisão de literatura e hipóteses – busca-se suporte teórico para a proposição de um modelo estatisticamente significativo que auxilie na confirmação ou refutação das hipóteses. A terceira seção é dedicada aos dados e metodologia, em que são discutidas questões referentes ao instrumento de coleta, amostra e procedimentos dos testes. Na quarta seção apresentam-se os resultados dos testes realizados e, na quinta seção, esses resultados são discutidos frente à literatura. Por conseguinte, a última seção traz as considerações finais.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA

---

Esta seção busca apresentar o referencial teórico que dará suporte para o estudo das hipóteses descritas em seção específica. A subseção inicial apresenta o tema governança corporativa, sua origem, conceitos e evolução histórica para abordar a relação das questões de remuneração executiva como um mitigador dos conflitos entre principal-agente que surgem nas configurações de governança.

A governança corporativa refere-se à maneira que a empresa é dirigida e controlada (CADBURY COMMITTEE, 1992; IBGC, 2015), e se insere no contexto dos estudos da remuneração executiva, uma vez que visa harmonizar as relações entre acionistas e gestores (FUNCHAL, 2005) e minimizar o problema de agência, ou seja, por meio dos mecanismos de governança busca-se o alinhamento de interesses entre o agente e o principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Compreender a governança corporativa é importante para as empresas porque uma estrutura de governança corporativa inadequada pode prejudicar os acionistas (CUNHA; VOGTE; DEGENHART, 2016). Ainda, de acordo com Murphy (2009), a governança corporativa pode reduzir os problemas de agência entre os acionistas e os gestores decorrentes da separação entre a propriedade e o controle (BERLE; MEANS, 1987), influenciando a forma como as empresas estabelecem a remuneração dos executivos.

Segundo Funchal (2005), na estruturação da remuneração dos executivos existem outros componentes da literatura de governança corporativa que impactam a sua elaboração. Jensen, Murphy e Wruck (2004), no contexto americano, destacam em sua pesquisa que governança corporativa e remuneração estão altamente inter-relacionadas.

Em seguida, será apresentada a segunda subseção, que abordará a teoria de agência justificada pelo fato desta estabelecer que uma das formas de alinhar interesses dos administradores e acionistas é o estabelecimento de incentivos apropriados, reduzindo, assim, os problemas de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Corroborando os autores, para Dittmann e Maug (2007), a perspectiva teórica dominante na maioria dos estudos sobre remuneração executiva é a teoria da agência e a concessão de pacotes de remuneração (fixa e variável) seria uma forma de

minimizar os efeitos causados pelo desalinhamento de interesses entre o principal e o agente.

Ainda, o conflito de agência passa a ser o problema central da governança corporativa desde que Berle e Means (1987) chamaram a atenção para a dispersão do capital das empresas, onde os papéis de proprietário e de gestor deixam de ser exercidos pelo mesmo agente (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Dando sequência ao referencial teórico, a terceira e última seção apresentará a literatura sobre a remuneração executiva, destacando as teorias que buscam explicar a estrutura da remuneração, bem como os valores praticados. Cabe destacar que a ordem das subseções tem como objetivo a abordagem da literatura numa sequência lógica, o que permitirá a melhor contextualização do problema de pesquisa.

Logo, é importante ressaltar que sendo a remuneração executiva um dos mecanismos internos da governança corporativa (SILVEIRA, 2004) que visa minimizar os custos de agência para alinhamento de interesses (SILVEIRA, 2006), é imprescindível o entendimento da governança corporativa e do seu problema central identificado como conflito da agência abordado na teoria de agência de Jensen e Meckling (1976).

## **2.1 A Governança Corporativa**

Considerando que o estabelecimento de incentivos apropriados reduz o problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e sendo a remuneração executiva um dos principais mecanismos da governança corporativa (SILVEIRA, 2004), torna-se importante para esta pesquisa a compreensão da origem e dos conceitos, bem como a evolução histórica da temática. Segundo Funchal (2005), inúmeros estudos, concentrados nos EUA, têm tentado identificar os fatores mais importantes que impactam a remuneração executiva, basicamente indicadores de desempenho e estruturas de governança corporativa.

Ratificando a importância da governança corporativa nos estudos da remuneração executiva, Jensen, Murphy e Wruck (2004) concluíram, no contexto americano, que a governança corporativa e a política salarial das empresas apresentam uma relação muito próxima, e que estruturas ruins de governança podem influenciar as práticas de remuneração e destruir valor das empresas.

No século XIX, as empresas pertenciam a indivíduos e pequenos grupos, eram administradas por eles e o tamanho se limitava à riqueza pessoal dos proprietários. A necessidade de capital externo para expansão e a influência do representante do provedor de capital nas decisões financeiras fazem com que as empresas privadas deem lugar a grandes aglomerados da empresa moderna semipública (BERLE; MEANS, 1987).

O surgimento da empresa semipública apresentada nos estudos de Berle e Means (1987) é considerado, por muitos, o marco inicial da governança corporativa. De acordo com os autores, a empresa é considerada semipública quando há uma multiplicação de proprietários, havendo uma profunda distinção entre propriedade e controle.

Com o advento da separação da propriedade-controle (BERLE; MEANS, 1987), torna-se importante implementar mecanismos que busquem o equilíbrio desta relação, reduzindo a assimetria de informações e garantindo que o agente vá agir em prol dos interesses do acionista, e não do seu próprio interesse. O fortalecimento da governança corporativa visa mitigar o conflito de agência, ou seja, os mecanismos instituídos têm como objetivo garantir que o agente atue em benefício das partes com direitos legais pela empresa, minimizando o oportunismo (CARVALHO, 2002).

Ao longo das últimas três décadas, a governança corporativa ganhou destaque nos âmbitos acadêmicos e empresariais (SILVEIRA, 2010). Durante esse período, seis fenômenos contribuíram para que o tema se tornasse foco de discussão mundial (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2003): i) onda de privatizações nos países europeus e em desenvolvimento; ii) maior ativismo dos investidores institucionais, os quais concentram grande parte da poupança coletiva de milhares de pessoas (SILVEIRA, 2010); iii) onda de aquisições hostis nos EUA nos anos 1980 e na Europa nos anos 1990; iv) desregulamentação e integração global dos mercados de capitais; v) crises no final do século XX na Ásia, Rússia e Brasil e; vi) série de escândalos e fracassos nas principais corporações dos EUA. A estes, Silveira (2010) acrescenta a crise financeira global de 2008, causando desequilíbrios financeiros entre países, e defende que a eclosão da crise foi ocasionada também pelas práticas deficientes de governança corporativa.

A fim de demonstrar quão amplo é o conceito de governança corporativa, é importante citar que o tema possui várias definições (SILVEIRA, 2010). Estas são variadas e tendem a ser divididas em duas categorias, sendo a primeira como um

conjunto de definições que se preocupa com comportamento das empresas em termos de medidas de desempenho, eficiência, crescimento e tratamento dos acionistas e outras partes interessadas. Na segunda, a governança corporativa está ligada ao respeito às normas e regras (CLAESSENS, 2003).

A OCDE (2015, p. 7), organismo internacional que possui a missão de promover políticas que melhorem o bem-estar econômico e social das pessoas em todo o mundo, destaca que o objetivo da governança corporativa é

ajudar a construir um ambiente de confiança, transparência e a responsabilização necessária para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade comercial, apoiando assim um crescimento forte e uma sociedade mais inclusiva.

Para Licht (2011), a governança corporativa funciona como uma regulação institucional de poder para proteger benefícios socialmente aprovados das corporações, o que sugere a inclusão de muito mais que apenas a relação entre propriedade e controle. Já Becht, Bolton e Röell (2002) citam em seu artigo que o termo governança corporativa deriva de uma analogia entre governo de nações, estados ou cidades e a governança das corporações.

Em linha com a primeira categoria de Claessens (2003), Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como a maneira pela qual os fornecedores de recursos para as corporações se asseguram de obter retorno sobre o investimento feito.

O Cadbury Committe (1992) apresenta no Cadbury Report um importante relatório que marcou o avanço dos padrões de governança corporativa, a seguinte definição: “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas”. O IBGC (2015) adota a definição derivada da citada anteriormente e acrescenta que é o sistema pelo qual as empresas são também incentivadas, e destaca o relacionamento entre os sócios, órgãos de governança e demais partes interessadas. Já a OCDE (2015) cita que a governança corporativa envolve um conjunto de relacionamentos entre o *management* da empresa, seu *board*, seus *shareholders* e seus *stakeholders*, e também fornece estrutura para a definição dos seus objetivos, dos meios para atingi-los e para o monitoramento do desempenho.

Para La Porta et al. (2000), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos para proteger os investidores contra a expropriação de sua riqueza. Por

fim, cabe destacar que Silveira (2004, p. IV) define governança como “um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

Apresentando uma visão comparativa dos diversos sistemas, como uma possível consequência dos diferentes conceitos (SILVEIRA, 2010), características e culturas dos países, Weimer e Pape (1999) discutem sobre governança corporativa no contexto internacional e definem uma taxionomia dos sistemas de governança que permite comparações usando um conjunto comum de oito características, sendo que uma das variáveis busca identificar o nível de dependência da remuneração executiva e do desempenho corporativo. Por meio deste estudo é possível verificar as diferenças dos sistemas de governança classificados pelos autores em: anglo-saxão, latino, japonês e alemão.

Silveira e Saito (2008) citam que na relação entre acionistas e gestores, as divergências poderiam ser limitadas por meio do monitoramento das atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles.

## **2.2 A Teoria da Agência**

Desde que Berle e Means (1987) chamaram a atenção para a dispersão do capital das empresas e para o divórcio entre a propriedade e a gestão, o problema central da governança corporativa passou a ser o conflito de agência, o qual ocorre quando os papéis de proprietário e gestor não são exercidos pelo mesmo agente (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Nesse sentido, dentre as teorias existentes, a mais aceita para se discutir o tema governança corporativa é a do agente-principal, que explica como ocorrem os desalinhamentos de interesses e quais mecanismos podem ser utilizados para reduzir seus custos (SILVEIRA, 2010). A premissa principal dessa teoria considera que se ambas as partes, no relacionamento agente-principal, buscarem a maximização do seu bem-estar pessoal, ou no jargão econômico, sua utilidade pessoal (SILVEIRA, 2010), nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal (FONTES FILHO, 2008).

Jensen e Meckling (1976) apresentaram um estudo seminal na linha de pesquisa em governança corporativa, a teoria de agência, destacando que com a



separação da propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1987) surgem os conflitos de interesse e a importância dos mecanismos para mitigá-los. Os autores apresentam o conceito do relacionamento agente-principal como um contrato onde o principal delega a autoridade ao agente para a tomada de decisão e este, de posse de mais informações tende a agir buscando a maximização de suas utilidades pessoais e não o interesse do principal.

Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência preocupa-se em resolver duas questões que podem ocorrer no relacionamento agente-principal, em outras palavras, no problema de agência. A primeira surge quando há conflito entre os desejos ou objetivos do principal e do agente e o custo para verificar se o agente se comportou adequadamente, portanto, o monitoramento de suas atividades é alto. A segunda envolve o apetite à tomada de riscos. Nesse caso, poderá haver diferentes preferências de riscos entre o agente e o principal.

Importante destacar que Fontes Filho (2008, p. 3), numa visão ampliada, cita que:

Esses problemas não se limitam àqueles da relação proprietário gestor, mas se estendem a um conjunto maior de relações, permeando o cotidiano das atividades organizacionais. Sempre que um indivíduo depende da ação de outro, ocorre um relacionamento de agência.

Partindo do conceito de Jensen e Meckling (1976) de que o principal delega ao agente o poder para tomada de decisão, os problemas de agência surgem porque os contratos não consideram os custos de agência que incluem a estruturação e o monitoramento (FAMA; JENSEN, 1983). Uma das formas de limitar o interesse do agente na maximização de sua utilidade pessoal é estabelecendo incentivos apropriados, fazendo com que os acionistas incorram em custos para alinhar o interesse entre agente e principal, chamados de custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; FONTES FILHO, 2008).

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência podem ser entendidos como a soma dos: i) custos de criação e estruturação de contratos entre agente e principal; ii) gastos para monitoramento das atividades do agente pelo principal e iii) gastos para garantir que o agente não tomará decisões que não visem à maximização da riqueza dos acionistas.

No contexto da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a governança corporativa pode ser compreendida com um conjunto de mecanismos (LA PORTA et.al., 2000; SILVEIRA, 2006) que objetiva garantir e aumentar o retorno sobre os investimentos dos investidores (SILVEIRA, 2004). Assim, há mecanismos de proteção aos acionistas para que não tenham seus direitos expropriados (SHEIFER; VISHNY, 1997), de forma a alinhar os interesses entre os acionistas e entre acionistas e gestores (NARDI CIAMPAGLIA et. al., 2007). Como exemplo de mecanismos internos tem-se o conselho de administração, os sistemas de remuneração, os sistemas de controles internos e auditoria e estruturas de propriedade, e como mecanismos externos a proteção legal aos investidores, a fiscalização pelos agentes de mercado, bem como a publicação periódica de relatórios, permitindo maior transparência (SILVEIRA, 2010).

Jensen e Murphy (1990) citam que o conflito entre o acionista e o diretor-executivo (CEO) é um exemplo clássico do problema de agente-principal, e que as ações gerenciais não são perfeitamente observáveis pelos acionistas, portanto, nem sempre os acionistas sabem quais ações o CEO pode tomar ou quais buscam aumentar a riqueza dos acionistas.

Para Nascimento et al. (2013), os pressupostos da teoria de agência indicam a divergência de interesses entre os acionistas e os administradores da empresa, cada um desejando a maximização da própria riqueza e o estabelecimento de remuneração atrelada ao desempenho da empresa consiste na tentativa dos proprietários de sincronizar seus interesses com o dos gestores.

### **2.3 Remuneração Executiva**

Na visão descrita por Berle e Means (1987), com a separação da propriedade e do controle surgem os conflitos de interesse e a importância da existência de mecanismos para mitigá-los (JENSEN; MECKLING, 1976). Neste sentido, partindo do pressuposto de que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos para proteger os acionistas contra a expropriação de sua riqueza (LA PORTA et. al., 2000), e para minimizar os custos decorrentes do problema de agência (SILVEIRA, 2006), a remuneração executiva é compreendida com um dos principais mecanismos internos da governança corporativa (SILVEIRA, 2004).

Adicionalmente, cabe destacar que uma das questões cruciais da governança corporativa é evitar o comportamento oportunista dos administradores, conhecido como *moral hazard* (ROSSETTI; ANDRADE, 2012), em outras palavras, evitar que os gestores tomem decisões em vista à maximização do seu bem-estar pessoal, ou ainda, sua utilidade pessoal no jargão econômico (SILVEIRA, 2010).

Para Bebchuk e Fried (2006), a remuneração executiva há muito tempo tem sido objeto de críticas públicas, as quais se intensificaram após a onda de escândalos corporativos de 2001 que abalou a confiança no desempenho das empresas de capital aberto e chamou atenção às possíveis falhas nas práticas de remuneração executiva, reconhecendo que os conselhos não desempenharam adequadamente seus papéis de estabelecer a remuneração que motivasse os executivos a atuarem no interesse dos acionistas.

O montante da remuneração executiva é o resultado da soma das partes fixa, variável e demais benefícios. Para Conyon (2006), a remuneração executiva possui quatro componentes básicos, sendo que cada um deles tem sido objeto de pesquisa: salário-base fixo; bônus anual geralmente baseado em medidas de desempenho financeiro; opções de ações que representam um direito para comprar ações no futuro a um preço pré-especificado, e, por último, remuneração adicional como planos de incentivo de longo prazo e planos de aposentadoria.

Diante desse contexto, segundo Camargos e Helal (2007), os estudos sobre remuneração executiva no mercado brasileiro não são recentes e, em sua essência, são vinculados à área de recursos humanos. Silva (1961) discutiu no início dos anos 1960 os impactos da reformulação do artigo 134 da Lei das Sociedades por Ações, o que poderia evitar que os diretores sejam privados da remuneração merecida.

O IBGC (2018) destaca que, no Brasil e no mundo, o debate sobre a remuneração dos administradores tem sido objeto de atenção de todos os agentes de governança e demais *stakeholders*, reflexo de um cenário em que as empresas possuem responsabilidade sobre a melhoria do ambiente de negócios e, conseqüentemente, impactam a sociedade e o meio ambiente.

A remuneração é um elemento-chave do sistema de incentivos e de alinhamento de interesses (IBGC, 2018) entre o acionista e o gestor, conforme a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976). Nesse sentido, Jensen e Murphy (1990) destacam que uma das preocupações da teoria da agência é a remuneração

executiva, e que esta deverá ser elaborada para dar aos executivos incentivos para adotar ações que culminem na maximização da riqueza dos acionistas.

De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), um pacote de remuneração bem estruturado, para executivos ou para funcionários de todos os níveis possibilitará o atingimento de três objetivos: i) atrair os executivos certos pelo menor custo; ii) reter os executivos de menor custo e, por conseguinte, iii) tomar medidas que gerem valor de longo prazo aos acionistas.

Silveira (2010) define que a remuneração executiva, como um custo de agência que visa mitigar o problema de agência, é um mecanismo interno de governança corporativa que visa à preservação e ao crescimento sustentável do patrimônio dos acionistas, além de ser um mecanismo para mitigar o problema de agência e um instrumento para atrair, motivar e reter talentos.

O IBGC (2015) recomenda as seguintes principais boas práticas no que se refere à remuneração executiva: i) deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo objetivando claramente a geração de valor econômico para a empresa, devendo ser justa e compatível com as funções e riscos inerentes ao cargo; ii) o processo de remuneração deve seguir um rito formal, contendo política de remuneração clara e objetiva, apreciada pelo Comitê de Remuneração, pelo Conselho de Administração e submetida à Assembleia Geral; iii) a remuneração anual dos administradores deve ser divulgada preferencialmente de forma individual e deve incluir qualquer tipo de remuneração: fixa, variável ou benefícios; e iv) deve haver mecanismos para mitigar conflitos de interesse de modo que nenhum executivo deva estar envolvido na deliberação de sua própria remuneração.

Brito (2015) cita que o tema remuneração executiva vem ganhando relevância e atraindo atenção do público e da mídia, principalmente após os escândalos nas empresas americanas como o da Enron e a crise do *subprime*, revelando fragilidades e falhas no sistema de remuneração executiva.

Segundo Carvalho da Silva e Yi Chien (2013), a remuneração executiva é um tema de grande interesse para os acionistas, já que estes vislumbram maximizar o retorno sobre o investimento feito nas empresas e buscam o alinhamento de interesses. O estudo desses autores envolveu a análise longitudinal de dados de 420 companhias brasileiras abertas no período de 2002 a 2009, e indicou que não existe relação significativa entre remuneração executiva e valor da empresa, ou seja, as empresas que pagam mais não possuem maior valor de mercado. Eles afirmam que

os resultados da literatura são controversos, mas a maioria sugere que as companhias que melhor remuneram os executivos apresentam valor e desempenho superiores.

Para Malvessi e Pereira Filho (2015) os modelos de remuneração executiva evoluíram nos últimos anos, apresentando maior aderência às práticas internacionais, porém, na maioria das empresas analisadas ainda há um desalinhamento entre a evolução da remuneração executiva e os resultados econômicos da empresa.

Os mesmos autores constataram que na maioria das empresas a remuneração não está orientada para a geração de valor, ou seja, embora apresentem lucro, o valor não é suficiente para cobrir os gastos com a remuneração variável crescente. O estudo envolveu uma amostra de 62 empresas não financeiras, de 11 setores da economia, na maioria de grande porte, listadas no Novo Mercado, e foi baseado na análise de formulários de referência e demonstrações financeiras depositados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Fernandes e Mazzioni (2015) desenvolveram um estudo que teve como objetivo principal investigar a existência de correlação entre as medidas de desempenho de empresas financeiras brasileiras de capital aberto e a remuneração dos seus executivos, incluindo os administradores e membros do Conselho Fiscal. Considerando a amostra de 41 empresas listadas na BMF&Bovespa e os dados referentes aos anos de 2009 a 2011, os autores concluíram que as empresas analisadas utilizam a remuneração como instrumento de alinhamento de interesses entre os acionistas e os administradores, maximizando a riqueza dos agentes e dos principais.

Segundo Fontes Filho et al. (2016), há diversos fatores que influenciam a remuneração da diretoria das empresas brasileiras, dentre eles, o porte da empresa merece destaque. O estudo apontou para a relação diretamente proporcional entre o tamanho da empresa e o valor da remuneração fixa, ou seja, quanto maior a empresa, maior a remuneração fixa de seus executivos. Ademais, a pesquisa apresentou caráter negativo na associação entre tipo de controle e remuneração de empresas estatais. As conclusões foram baseadas na análise de 272 empresas listadas na BM&FBovespa (atual B3).

Funchal (2005) aponta em seu estudo que empresas maiores necessitam de estruturas organizacionais mais complexas, assim como o nível de responsabilidade e de tomada de decisão. Dessa forma, o autor destacou que o tamanho da empresa

apresenta uma relação positiva e significativa com a remuneração executiva nas empresas da América Latina, e concluiu que o setor também seria um determinante.

Ainda sobre a influência do porte das empresas na remuneração executiva, Ozkan (2007) explica em seu estudo que as grandes empresas do Reino Unido, pagam uma maior remuneração ao CEO, evidenciando que o tamanho da empresa é positivamente relacionado com a remuneração. Cunha, Vogte e Degenhart (2016) concluem que o tamanho das empresas é um dos atributos da governança corporativa que afetam a remuneração executiva.

Conforme identificado por Brito (2015), o tema continua sendo objeto de vários estudos, debates e levantamentos, sendo que os resultados dos estudos citados apresentam diferentes conclusões no que tange à correlação da remuneração executiva e indicadores financeiros, incluindo os que medem a geração de valor.

Dando continuidade à compreensão do tema, é de suma importância o entendimento das teorias que buscaram, ao longo dos últimos anos, explicar as estruturas de remuneração dos executivos.

A remuneração executiva pode ser examinada sob algumas perspectivas teóricas. A teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976) é a perspectiva teórica dominante para se explicar a remuneração executiva, do ponto de vista da estrutura da remuneração, considerado o meio mais eficaz para alinhamento de interesses entre agente e principal (DITTMANN; MAUG, 2007).

Para Conyon (2006), o objetivo da remuneração executiva é atrair, reter e motivar e a abordagem econômica padrão para entender a remuneração dos executivos é o modelo principal-agente, conhecida como teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

No contexto dessa teoria, o principal (acionista) estabelece um contrato com o agente, possibilitando a redução do problema de oportunismo gerencial (*moral hazard*). Considerando, no pacote de remuneração, a adoção de opções de ações e contratos de longo prazo, os acionistas buscam incentivar e motivar os administradores, alinhando os interesses e minimizando os custos de agência (CONYON, 2006).

Os mecanismos e regras implícitos nas estruturas de remuneração executiva representam maneiras de mitigar o problema de agência e o risco de ocorrência de oportunismo gerencial (CONYON, 2006) que surgem da separação da propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1987).

De acordo com Bebchuck e Fried (2003), há visões diferentes sobre como o problema de agência e a remuneração executiva estão vinculados. Os autores argumentam que a remuneração executiva pode ser analisada como um instrumento para abordar o problema de agência decorrente da separação da propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1987), mas também como parte do próprio problema de agência. Neste último, Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013) destacam que na medida em que a propriedade acionária se torna mais dispersa, os administradores passam a possuir grande influência sobre a definição de sua remuneração; portanto, na visão de Bebchuk e Fried (2003), a remuneração deixa de uma opção de solução para o problema de agência e passa a fazer parte do próprio problema.

Ainda segundo os autores, a abordagem dominante para os economistas, rotulada como contratação ótima, é que a remuneração executiva seria um remédio para o problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), e nesse caso presume-se que os conselhos definam as estruturas de remuneração para fornecer aos agentes, incentivos eficientes para maximizar o valor do acionistas.

Em continuidade à discussão das perspectivas teóricas, outras duas teorias abordam o tema remuneração executiva, examinando e buscando explicações sobre os valores praticados: i) *managerial power theory* (BEBCHUK; FRIED, 2006) e ii) teoria baseada no mercado (MURPHY; ZÁBOJNÍK, 2004; HOSKISSON; CASTLETON; WITHERS, 2009).

A primeira teoria é a *managerial power theory* (MPT) de Bebchuk e Fried (2006), considerada por Conyon (2006) uma teoria alternativa para se explicar a remuneração executiva. Ela considera que os CEOs possuem influência sobre o conselho e, conseqüentemente, sobre a definição de sua própria remuneração, e que o conselho e o comitê de remuneração cooperam com o CEO, aceitando a remuneração excessiva e o estabelecimento de contratos que não são de interesse dos acionistas.

Para os autores, no caso americano, as novas exigências de práticas de governança corporativa dos segmentos de listagem (New York Stock Exchange, NASDAQ e American Stock Exchange) enfraquecem o poder de influência dos executivos sobre o conselho, mas não o eliminam.

De acordo com a pesquisa de Van Essen et al. (2015), após uma análise da remuneração dos CEOs no contexto americano, constatou-se que na maioria das situações onde os CEOs possuem poder sobre o processo de definição de

remuneração, o montante total é mais elevado do que nas situações onde o conselho tem mais poder.

Ainda segundo a teoria MPT, o poder gerencial desempenhou um papel fundamental na formação dos acordos de remuneração, explicando grande parte do panorama contemporâneo da remuneração dos executivos, num contexto americano de mercado com propriedade pulverizada (BEBCHUK; FRIED, 2006). Os autores destacam que o poder do CEO é influenciado também pelas conexões sociais e amizades, gerando um dever de reciprocidade nos contextos profissionais. Ainda destacam que não é surpreendente que os estudos concluam que os comitês de remuneração instituídos e nomeados após a posse do CEO tendam a conceder maiores montantes de remuneração aos CEOs.

Murphy e Zábajník (2004), na segunda teoria que busca explicar a remuneração executiva, contrapõem a teoria MPT de Bebchuk e Fried, (2006), argumentando que a explicação de que o aumento do poder de CEO possibilita a extração de maiores valores de remuneração às custas dos trabalhadores e acionistas não seria totalmente convincente, oferecendo uma explicação baseada apenas em tendências recentes.

A teoria baseada no mercado, de Murphy e Zábajník (2004), ou, no jargão de economia, teoria de escassez (demanda e oferta), considera que o nível de remuneração dos CEOs é determinado pela competição entre as empresas pelos melhores executivos e depende das habilidades dos CEOs, transferíveis entre empresas e setores.

Numa visão diferente, Murphy e Zábajník (2004) desenvolveram um modelo teórico baseado na importância do capital intelectual, classificando-o em habilidades gerenciais gerais e específicas. Para os autores, as habilidades gerais, a saber, aquelas transferíveis entre empresas ou indústrias tornaram-se mais importantes para o cargo de CEO, uma vez que conhecimentos em economia, administração, contabilidade, finanças e outras disciplinas, se devidamente dominados, podem melhorar a capacidade do executivo de administrar qualquer empresa. Ao mesmo tempo, conhecimentos específicos sobre uma determinada empresa, seu mercado, produtos, fornecedores e clientes, não seriam considerados um diferencial, uma vez que esse tipo de informação está disponível em relatórios, apresentações e demais documentos produzidos internamente.



Nesse sentido, a competição no mercado de trabalho por talentos, especialmente CEOs com habilidades específicas, determina o nível de remuneração do CEO (CONYON, 2006). Essas habilidades tornaram-se importantes na empresa moderna, ao contrário dos conhecimentos específicos, elevando os salários (MURPHY; ZÁBOJNÍK, 2004).

Por fim, a segunda teoria defende que o rápido crescimento da remuneração dos executivos nos últimos anos é resultado de mecanismos de mercado que buscam recompensar os executivos por suas raras habilidades. Adicionalmente, Murphy e Zábojník (2004) interpretaram que as evidências sugerem que as forças de mercado e as habilidades gerenciais dos CEOs são de importância primordial na determinação dos níveis de remuneração executiva, bem como na rotatividade dos executivos.

Para Conyon (2006), a alta remuneração paga aos CEOs não é evidência de contratos ineficientes, podendo simplesmente refletir o mercado de CEOs e o pagamento para atrair, reter e motivar indivíduos talentosos em linha com a teoria de Murphy e Zábojník (2004). No entanto, argumenta que os conselhos precisam elaborar os contratos de remuneração buscando o alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos gestores, ou seja, ao contrário da teoria MPT de Bebchuk e Fried (2006), os conselhos precisam exercer os poderes que são investidos, não permitindo a influência dos CEOs. Ainda de acordo com Conyon (2006), CEOs com remuneração e incentivos adequados são desejáveis para uma economia saudável, e a governança corporativa é importante para garantir que o processo de contratação não seja corrompido.

Por fim, em contraponto ao problema de pesquisa – boas práticas de governança corporativa implicam menor remuneração executiva – os pesquisadores Hoskisson, Castleton e Withers (2009) argumentam que a intensidade do monitoramento (interno e externo) influencia o montante de remuneração total percebido pelos executivos. Assim, um monitoramento mais intenso dos executivos transfere responsabilidades para os administradores, exigindo que assumam mais riscos e, portanto, que recebam mais remuneração.

## 2.4 As Práticas de Governança Corporativa

Na abordagem da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), a governança corporativa é considerada um conjunto de mecanismos que busca mitigar o conflito existente, buscando o alinhamento de interesses (LA PORTA et al., 2000; SILVEIRA, 2006).

Para Silveira (2010), um sistema de governança corporativa será considerado eficiente se combinar diferentes mecanismos, internos e externos, a fim de assegurar que as decisões sejam tomadas no melhor interesse de longo prazo dos acionistas. O autor cita ainda que a instalação de conselho de administração, sistemas de remuneração, de controles internos e auditoria, maior transparência por meio da publicação periódica de relatórios, são algumas das práticas de governança corporativa que garantem a maximização da riqueza dos acionistas. Bebchuck e Fried (2006) destacam que aumentar a transparência na prestação de contas aos acionistas possibilitaria sistemas de remuneração mais bem planejados e melhoraria o desempenho dos conselhos de administração.

Nesse sentido e no contexto do mercado de capitais brasileiro, tendo em vista a economia emergente com predominância de concentração de capital, será considerado como referência de alto padrão de práticas de governança corporativa o segmento de listagem da B3 S.A - Novo Mercado (NM).

Em linha com o tema desta pesquisa, de acordo com a B3 S.A, o novo Regulamento do Novo Mercado, vigente desde janeiro de 2018, passou a exigir a divulgação da política de remuneração, além da política de indicação dos membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e a diretoria estatutária.

Por meio do alto nível de exigência na adoção de um conjunto de práticas de governança corporativa e em linha com os princípios básicos como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2015), o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa.

Por fim, Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013) destacam em sua pesquisa que é possível notar que ainda existe bastante espaço para melhorar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas. Segundos os autores, na amostra estudada, apenas 16% das empresas estavam listadas nos mais altos níveis de listagem da atual B3: Nível 2 ou Novo Mercado. Além disso, os autores confirmaram

uma das características do mercado de capitais brasileiro, onde a propriedade é bastante concentrada, sendo que na média o maior acionista possui 61% do capital votante da empresa.

## 2.5 Hipóteses de Pesquisa

Segundo Correa e Lel (2013), a remuneração dos executivos é um dos aspectos mais debatidos da governança corporativa. Historicamente, as mudanças regulatórias tiveram grande influência nos padrões de remuneração dos executivos.

Cunha, Vogte e Degenhart (2016) destacam que, na teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), os atributos de governança corporativa contribuem para a definição dos contratos de remuneração que visem alinhar os interesses dos administradores e acionistas, reduzindo os problemas de agência.

Conforme citado, há poucos estudos envolvendo a relação entre as variáveis remuneração total e qualidade das práticas de governança corporativa. A literatura existente busca, em sua maioria, correlacionar a remuneração executiva ao desempenho das empresas (CAMARGOS, 2007; CARVALHAL, 2013; FERNANDES; MAZZIONI, 2015; MALVESSI; PEREIRA FILHO, 2016; NARDI CIAMPAGLIA et al., 2007; SILVEIRA, 2004).

Contudo, Core, Holthausen e Larcker (1999), ao estudarem as relações entre composição do conselho, estrutura de propriedade e remuneração do diretor executivo, sugeriram que empresas com estruturas mais fracas de governança corporativa têm maiores problemas de agência e tendem a pagar mais para os diretores executivos. A amostra do estudo contou com 205 empresas norte-americanas de capital aberto, observadas durante três anos.

Para Conyon e Murphy (2000), de acordo com estudos empíricos sobre remuneração executiva, o tamanho das empresas e a indústria na qual estão inseridas são os dois fatores determinantes da remuneração de executivos. Em linha com esses estudos, Baker e Hall (2004) e Schaefer (1998) propõem um efeito do tamanho nas empresas na remuneração dos executivos, o que é corroborado por Smith e Watts (1982), que defendem que firmas maiores precisam de executivos mais talentosos e que, portanto, serão mais bem remunerados (BAKER; HALL, 2004).

Assim, de acordo com a revisão da literatura, este estudo se propõe principalmente a estudar a seguinte hipótese, que busca verificar a influência das boas práticas de governança corporativa sobre a remuneração total, adotando o tamanho das empresas e o respectivo setor de atuação como variáveis de controle:

***H1 – Boas práticas de governança corporativa estão associadas a menor remuneração total, controlada por tamanho e setor de atuação.***

De forma complementar, duas outras hipóteses são trabalhadas buscando avaliar o que a literatura revelou como influenciadores da relação entre governança e remuneração executiva. A segunda hipótese (H2) está relacionada ao efeito das boas práticas de governança corporativa sobre o *conformity gap*, expressão pouco conhecida no Brasil, e a terceira hipótese (H3) refere-se ao efeito das boas práticas de governança corporativa sobre o *CEO pay slice*.

Barontini, Bozzi e Ferrarini (2017) buscam analisar a relação entre a conformidade com os padrões de remuneração dos executivos, a propriedade corporativa e estrutura da remuneração dos CEOs. Os autores destacam que o impacto econômico das melhores práticas de governança corporativa levanta duas questões que ainda não foram respondidas: i) por que algumas empresas estão mais em conformidade com as melhores práticas do que as outras?; ii) a conformidade com as melhores práticas afeta substancialmente o comportamento econômico de uma empresa?

Ainda neste estudo, os autores se concentram em como as empresas europeias estão em conformidade com os padrões de remuneração dos executivos, dispostos em leis ou códigos privados de governança corporativa. Os autores buscam medir a conformidade às boas práticas de remuneração executiva por meio de um conjunto de critérios que se referem a: i) governança do processo de fixação da remuneração executiva e ii) divulgação dos detalhes da política de remuneração e dos valores individuais de remuneração dos executivos.

Os resultados demonstram que as empresas controladas, seja pelo estado ou com controle familiar, tendem estar menos alinhadas às boas práticas de remuneração executiva do que as empresas de capital aberto. Uma das possíveis explicações seria que no caso de uma empresa controlada pelo estado, a nomeação de executivos é resultado de patrocínio político (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Outra

explicação é que um número baixo de conselheiros independentes ou a ausência de comitê de remuneração facilitaria a fixação de níveis de remuneração não alinhados com o mercado, e a divulgação incompleta das informações sobre a remuneração dos executivos ajudaria a ocultar a existência de incentivos ou privilégios (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2003).

Para Barontini, Bozzi e Ferrarini (2017), *conformity gap* é um construto que mede a diferença da conformidade às boas práticas de remuneração executiva entre as empresas controladas e as de capital aberto. O resultado da análise dos referidos autores sugere que o *conformity gap* pode ser interpretado sob a ótica da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), e que as empresas com controle definido pagam menores montantes de remuneração. Isso justifica-se, em geral, porque os acionistas controladores monitoram os executivos com mais eficiência do que as empresas de capital pulverizado (FAMA; JENSEN, 1983) e, portanto, o pagamento de incentivos passa a ser menos necessário. Os autores ainda destacam que em empresas de controle estatal, o nível de remuneração e o uso mais limitado de incentivos baseados em ações podem ser determinados por regulamentações específicas a essas empresas.

Ainda com base nos estudos de Barontini, Bozzi e Ferrarini (2017), a fraca fiscalização poderia explicar de forma limitada a baixa conformidade aos padrões de remuneração executiva. No entanto, em função da rigorosa fiscalização, as empresas de capital aberto podem dispor de maiores incentivos para estarem em conformidade com as boas práticas de remuneração executiva. Interpretam ainda que a diferença de conformidade às boas práticas de remuneração, identificada nas empresas controladas, deve-se principalmente ao monitoramento mais rígido exercido pelos acionistas controladores, o que reduz a necessidade de fornecer incentivos financeiros e, portanto, a pressão para cumprir as melhores práticas de remuneração.

Diante do exposto, apoiado nos estudos de Barontini, Bozzi e Ferrarini (2017) sobre *conformity gap*, e adaptado à realidade do mercado de capitais brasileiro, o estudo busca avaliar os efeitos das boas práticas de governança corporativa sobre o *conformity gap*, conforme a seguir. O *conformity gap* mede a conformidade da empresa às boas práticas de remuneração agrupadas em quatro critérios: i) existência de comitê de remuneração; ii) existência de política de remuneração com utilização de indicador de desempenho financeiro; iii) divulgação dos valores de remuneração; iv) existência de remuneração baseada em ações.

## **H2 – Boas práticas de governança corporativa implicam menor conformity gap.**

Dando sequência ao objetivo de explicar e justificar as hipóteses desta pesquisa, a seguir será apresentado o embasamento teórico envolvido no estudo da terceira hipótese (H3).

Não obstante serem incomuns estudos que buscam analisar a relação entre boas práticas de governança corporativa e CEO *pay slice* (CPS), para esta hipótese consideram-se as constatações do estudo de Bebchuk, Cremers e Peyee (2011), que investigaram a relação entre o CEO *pay slice* e o valor, desempenho e o comportamento das empresas públicas.

De acordo com esses autores, CPS é uma variável desenvolvida para refletir a fração da remuneração total da equipe de cinco executivos capturada pelo CEO e pode refletir a importância relativa do CEO, bem como a extensão em que o CEO é capaz de extrair renda. Bebchuk, Cremers e Peyee (2011) concluem que o CPS está negativamente associado ao valor da empresa e, por fim, constatam que um alto CPS está associado a problemas de agência e indicam que o CPS pode fornecer uma ferramenta útil para estudar o desempenho e o comportamento das empresas.

Al-Najjara, Dingb e Hussaineyc (2016), em uma pesquisa realizada com as empresas listadas no Reino Unido durante o período de 2003 a 2009, descobriram, ao investigarem ligações entre o CPS e as medidas de desempenho, que as empresas com níveis mais altos de *ratings* de governança corporativa e aquelas com conselhos mais independentes tendem a ter CPSs mais altos. Ainda, os autores constataram que o CPS mais alto está positivamente associado ao desempenho após o controle das características específicas da empresa e das variáveis de governança corporativa.

O CPS pode ser explicado com base na perspectiva da *managerial power theory* (MPT) de Bebchuk e Fried (2006), a qual considera que os CEOs possuem influência sobre a definição de sua própria remuneração, sendo que o conselho e o comitê de remuneração cooperam com o CEO, aceitando remuneração excessiva e o estabelecimento de contratos que não são do interesse dos acionistas. Desse modo, a teoria MPT contribui para explicar os altos valores de remuneração dos CEOs quando comparados com os demais diretores (*CEO pay slice*).

Segundo Schneider (2013), os proponentes da teoria MPT demonstram que a influência gerencial sobre a remuneração produziu distorções significativas nos acordos de remuneração, resultando em custos para os acionistas. O mesmo autor destaca que essa influência enfraquece os incentivos dos executivos para aumentar o valor para os acionistas e até criam incentivos para tomar ações que reduzam o valor da empresa em longo prazo.

Bebchuk e Fried (2003), ao proporem a abordagem do poder gerencial (MPT), argumentam que uma estrutura de governança corporativa fraca leva a um projeto ineficiente de contratos de remuneração.

Correa e Lel (2013), ao analisarem uma grande amostra de empresas de 38 países no período de 2001 a 2012, concluíram em seu estudo que o nível crescimento salarial dos CEOs é menor após a adoção do comando legal do *say on pay* (SoP). De acordo com os autores, SoP é um termo jurídico utilizado para o direito dos acionistas em votar a remuneração dos executivos. Ainda neste estudo, os autores constataram uma tendência ascendente nos valores de remuneração dos CEOs, sendo que no período pré-SoP essa tendência é mais forte em empresas com práticas de remuneração problemáticas e em ambientes fracos de governança corporativa.

Diante do exposto e da constatação dos autores Al-Najjara, Dingb e Hussaineyc (2016), ao analisarem as empresas listadas no Reino Unido de que empresas com altos *ratings* de governança corporativa apresentaram maiores valores de *CEO pay slice*, a terceira hipótese relaciona a qualidade das práticas de GC a um equilíbrio entre a remuneração dos executivos, como refletida no *CEO pay slice*, nas empresas brasileiras:

### ***H3 – Boas práticas de governança corporativa implicam menor CEO pay slice.***

Na próxima seção será abordada a parte inicial da análise estatística desta pesquisa. Primeiramente será apresentado o método de pesquisa, identificando a população e a amostra a ser utilizada, as fontes e a forma de tratamento dos dados, bem como a operacionalização das variáveis que serão utilizadas nos testes estatísticos das hipóteses anteriormente apresentadas.

### 3 MÉTODO DE PESQUISA

---

Este estudo caracteriza-se quanto aos fins como explicativo e quanto aos meios como documental, visto que tem como finalidade esclarecer prováveis correlações existentes entre as variáveis por meio de análise documentos públicos. Ainda, a pesquisa tem caráter quantitativo, o que significa dizer que está fundamentada em procedimentos estatísticos como testes paramétricos das hipóteses, e busca-se analisar o efeito da qualidade das práticas de governança corporativa sobre a remuneração executiva das empresas brasileiras.

Não obstante as teorias expostas, a presente pesquisa seguirá como referência a perspectiva da teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976) para testar e desenvolver um modelo para avaliar os efeitos da qualidade das práticas de governança corporativa sobre a remuneração executiva.

A análise deu-se por método não obstrutivo e compreendeu os dados coletados dos Formulários de Referência (FR) arquivados na CVM em 2017, data-base 2016 e do banco de dados da Economática®. O Formulário de Referência é um documento público com arquivamento anual exigido pela CVM, em atendimento à ICVM 480/09, às empresas brasileiras de capital aberto.

#### 3.1 População e Amostra

A coleta dos dados ocorreu por meio de acesso às seções 3 (Informações Financeiras), 12 (Assembleia e Administração) e 13 (Remuneração dos administradores) dos FRs arquivados no sítio eletrônico da CVM. Os dados coletados foram: existência de comitê de remuneração ou semelhante, política de remuneração, segmento de listagem, setor de atuação, existência de indicador de desempenho financeiro, remuneração total, máxima, média e mínima da Diretoria Executiva. Já os dados do Ativo Total de cada empresa foram coletados do banco de dados da Economática®.

A população do estudo compreendeu as empresas brasileiras listadas na B3, pertencentes aos níveis de listagem: BDR (*Brazilian Depositary Receipts*), Tradicional, Níveis 1, 2 e Novo Mercado, perfazendo um total de 398 companhias. Justifica-se a



utilização das empresas uma vez que possuem algum nível de práticas de governança corporativa.

A amostra constituiu-se das empresas listadas nos níveis Tradicional, 1, 2 e Novo Mercado, e que apresentavam todas as variáveis utilizadas no presente estudo no ano pesquisado, totalizando 174 empresas. Cabe destacar que as instituições financeiras estão sujeitas a uma maior regulamentação e isso pode ter impacto sobre a remuneração do CEO e da Diretoria Executiva, portanto, foram retiradas da amostra. Ademais, empresas que apresentaram algum dado inconsistente ou ausência de dados também foram excluídas.

Foi utilizada a estatística descritiva para a caracterização da amostra e a regressão linear múltipla para o teste das hipóteses, ambas executadas no programa estatístico *Statistical Package for Social Scienses* (SPSS).

### **3.2 Fontes e tratamento de dados**

Os dados utilizados para análise estatística foram coletados dos formulários de referência arquivados na CVM em 2017, data-base 2016, e no banco de dados da Economática®.

De acordo com Field (2009), a análise da regressão é uma forma de prever algum tipo de resultado a partir de uma ou mais variáveis previsoras. Na análise de regressão, por meio da definição de modelo, busca-se prever os valores da variável dependente a partir de uma ou mais variáveis independentes. Na regressão simples o resultado é previsto a partir de uma única variável previsora, e na regressão múltipla é possível prever o resultado por meio de diversas variáveis previsoras.

### **3.3 Operacionalização das variáveis**

Nesta subseção apresenta-se a definição das variáveis dependentes, independentes e de controle que foram utilizadas nesta dissertação. A definição operacional de cada variável utilizada encontra-se no Quadro 1.

Variável	Descrição	Coleta	
<b>Variáveis dependentes</b>			
Remuneração Executiva	Remuneração Total (RT ou log_RT)	A soma do montante anual recebido pela Diretoria Executiva, incluindo remuneração fixa e variável. Estão incluídas também remuneração baseada em ações, participação em comitês, bônus, benefícios indiretos, pós-emprego e cessação do cargo.	Formulário de Referência – Item 13.2
	Remuneração CEO (RCEO)	A soma do montante anual recebido pelo CEO, incluindo remuneração fixa e variável. Estão incluídas também remuneração baseada em ações, participação em comitês, bônus, benefícios indiretos, pós-emprego e cessação do cargo.	Formulário de Referência – Item 13.2
	Remuneração Diretoria (RDir)	A soma do montante anual recebido pela Diretoria Executiva, incluindo remuneração fixa e variável. Estão incluídas também remuneração baseada em ações, participação em comitês, bônus, benefícios indiretos, pós-emprego e cessação do cargo. Para fins de apuração, do total, exclui-se a remuneração do CEO (RCEO).	Formulário de Referência – Item 13.2
Conformity gap	CEO pay slice (CPS)	A remuneração total do CEO como uma parte da remuneração total paga aos demais Executivos $CPS = (RCEO)/(RCEO + RDir)$	Formulário de Referência – Item 13.2
	Conformity gap (CG)	O <i>conformity gap</i> mede a conformidade da empresa às boas práticas de remuneração agrupadas em 4 critérios: i) existência de comitê de remuneração (Corem); ii) existência de política de remuneração com indicador de desempenho financeiro (PollFin); iii) utiliza liminar IBEF (IBEF) e iv) remuneração baseada em ações (RemAções). Para cada critério serão atribuídos 2 pontos para empresa que cumprir e 0 (zero) ponto quando não cumprir. Desta forma, $CG = \text{média} (Corem + PollFin + IBEF + RemAções)$ . Quanto maior o valor CG, menor o gap.	Formulário de Referência – Itens 12.1, 13.1 a, 13.1 c
<b>Variável independente</b>			
Governança Corporativa	Qualidade das práticas de governança corporativa (GC)	A variável reflete o grau de maturidade das práticas de governança corporativa (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Variável <i>dummy</i>	Listagem da B3
<b>Variáveis de controle</b>			
Controle	Tamanho da empresa (log_Ativo)	Tamanho da empresa medido por meio do logaritmo do total de Ativo	Economática®
	Setor (SET)	Setor econômico na qual a empresa atua. Variável <i>dummy</i> .	Economática®

**Quadro 1. Definição das variáveis utilizadas no estudo**

Fonte: Dados da pesquisa.

As hipóteses serão testadas estatisticamente por meio da regressão múltipla, modelo linear baseado no método dos mínimos quadrados (MMQ).

O modelo utilizado para testar a H1 (*Boas práticas de governança corporativa estão associadas a menor remuneração total, controlada por tamanho e setor de atuação*) é representado pela reta:  $\hat{y} = \beta_0 + \beta_1 GC_i + \beta_2 \log\_Ativo_i + \beta_3 SET_i + e_i$ , onde  $\hat{y}$  é a variável de saída que se quer prever,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$  são os coeficientes de regressão descritos no Quadro 1 e  $e_i$  é um termo resíduo.

A hipótese H2 (*Boas práticas de governança corporativa implicam menor conformity gap*) é representada pela reta:  $\hat{y} = \beta_0 + \beta_1 GC_i + e_i$ , onde  $\hat{y}$  é a variável de saída que se quer prever,  $\beta_1$  é o coeficiente de regressão descrito no Quadro 1 e  $e_i$  é um termo resíduo.

A reta da H3 (*Boas práticas de governança corporativa implicam menor CEO pay slice*) é  $\hat{y} = \beta_0 + \beta_1 GC_i + e_i$ , onde  $\hat{y}$  é a variável de saída que se quer prever,  $\beta_1$  é o coeficiente de regressão descrito no Quadro 1 e  $e_i$  é um termo resíduo.

## 4 RESULTADOS

---

Os resultados do tratamento e análise dos dados serão apresentados em duas subseções. Inicialmente serão exibidas em tabelas as características da amostra, com base na estatística descritiva. Na sequência, será apresentada a análise estatística das hipóteses evidenciadas pelas tabelas que apresentam resultados estatisticamente significantes.

### 4.1 Estatística Descritiva da Amostra

A amostra inicial contou com 178 empresas, porém, quatro empresas foram excluídas da base por apresentarem inconsistências nas informações prestadas no Formulário de Referência e na base dados da Economática®. Tratam-se das empresas Mendes Júnior Engenharia S.A, Minupar Participações S.A, Qualicorp S.A e TriSul S.A.

Desse modo, a amostra analisada contou com 174 empresas, das quais 45,4% estão listadas no segmento de maior maturidade em governança corporativa (Novo Mercado), seguido de 36,2% no Tradicional, 10,9% no Nível 1 e 7,5% no Nível 2. O nível Tradicional é considerado, dentre os quatro, o menor nível de maturidade de práticas de governança. A partir disso, é possível perceber que ainda existe espaço para melhorar as práticas de governança de algumas empresas, uma vez que 63 destas estão listadas no nível Tradicional. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra por segmento de listagem.

**Tabela 1.** Composição da amostra por segmento de listagem

Composição da amostra por segmento de listagem		
Segmento de listagem	Frequência	Porcentagem
Tradicional	63	36,2
Nível 1	19	10,9
Nível 2	13	7,5
Novo Mercado	79	45,4
Total	174	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar a amostra por setor de atuação, observa-se uma maior concentração nos setores Consumo Cíclico e Utilidade Pública com 22,4% e 19,5%, respectivamente. Os setores com menor representatividade são Telecomunicação, com apenas uma empresa na amostra (0,06%), seguida pelo setor Petróleo, Combustível e Gás com duas empresas na amostra, representando 1,1%. A Tabela 2 apresenta a composição da amostra por setor de atuação.

**Tabela 2. Composição da amostra por setor de atuação**

Composição da amostra por setor de atuação		
Setor de Atuação	Frequência	Porcentagem
Telecomunicação	1	0,06
Petróleo, Gás e Biocombustível	2	1,1
Tecnologia da Informação	4	2,3
Bens Industriais	19	10,9
Consumo Não Cíclico	23	13,2
Construção e Transporte	26	14,9
Materiais Básicos	26	14,9
Utilidade Pública	34	19,5
Consumo Cíclico	39	22,4
Total	174	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Adicionalmente, a média dos valores das variáveis Ativo Total e de Remuneração Total, da Diretoria e do CEO é apresentada na Tabela 3, demonstrando que perpassam diversas ordens de grandeza. Vale destacar que na amostra constam 33 empresas que se valiam da liminar conseguida pelo Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros (IBEF) em uma batalha judicial contra a CVM desde 2010. A referida liminar, alegando risco à segurança de seus executivos, vai de encontro às melhores práticas de governança corporativa e à ICVM nº 489 ao permitir que essas empresas deem publicidade apenas do valor global da remuneração executiva.

Ainda, cabe informar que em maio deste ano o Tribunal Regional Federal da 2ª Região (TRF2) derrubou a referida liminar e as empresas passaram a informar os devidos valores, facilitando estudos futuros sobre remuneração executiva das empresas brasileiras. Entretanto, essa mudança e a apresentação das informações

pelas empresas ocorreram após a conclusão das análises, não sendo possível captar seu efeito neste estudo.

Assim sendo, a Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das empresas que divulgaram os valores de remuneração, portanto, não se valiam da liminar IBEF, totalizando 141 empresas.

**Tabela 3. Estatística Descritiva da Amostra**

R\$ Mil

Estatística Descritiva da Amostra			
Variável	Mínimo R\$ (N=141)	Máximo R\$ (N=141)	Média R\$ (N=141)
Ativos	36,66	804.945,00	16.324,26
RT	176,08	50.151,84	8.487,97
RCEO	3,12	22.015,21	2.428,99
RDir	29,74	38.501,05	6.101,25
CPS	0,02%	100%	32,11%

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4.2 Regressão Linear Múltipla

Esta subseção tem como objetivo apresentar se os resultados da verificação das hipóteses justificadas teoricamente na seção 2 encontram suporte empírico. Para isso foram analisadas, por intermédio do programa estatístico *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS), as relações entre as variáveis teorizadas em seção específica por meio de modelo de regressão linear múltipla.

A normalidade dos resíduos foi verificada por meio da avaliação dos histogramas dos resíduos padronizados. Foram encontrados ao todo apenas quatro resíduos padronizados fora da faixa de valor absoluto +3 a -3, sendo dois na hipótese H1, um na hipótese H2 e um na hipótese H3. Como esses resíduos padronizados eram ligeiramente superiores a 3 e considerando-se a baixa representatividade e o fato de não gerar influência significativa, entendeu-se não haver necessidade de retirar essas observações da análise. Tratam-se das empresas Cia Energética de Brasília S.A (H1), Energisa S.A (H1), Minerva (H2) e Metalúrgica RioSulense S.A (H3).

Os valores correspondentes à remuneração total, variável dependente e o ativo total, variável de controle utilizada para medir o tamanho da empresa, exibiam histogramas muito assimétricos, perpassando diversas ordens de grandeza, portanto,

considerando que poderiam representar *outliers* ou gerar problemas no modelo de regressão, tais variáveis foram sujeitas à transformação logarítmica para o teste das hipóteses 1, 2 e 3.

Para a variável dependente GC (Governança Corporativa), que representa os segmentos de listagem, e para a variável de controle SET (setor de atuação) foram criadas variáveis *dummy*.

A ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, um dos pré-requisitos para a regressão múltipla, foi verificada por meio do fator de inflação de variância (VIF). Neste caso, VIF maiores ou iguais a 5 seriam um indicativo da existência de multicolinearidade. Ao verificar o resultado de VIF nos testes das hipóteses H1, H2 e H3 foi possível verificar valores significativamente inferiores a 5, permitindo refutar a possibilidade de multicolinearidade.

### **4.3 Análise dos Resultados**

A análise dos resultados será realizada seguindo a ordem das hipóteses defendidas nesta pesquisa (H1, H2 e H3).

#### **4.3.1 Análise: Teste Modelo H1**

Em termos da primeira hipótese desta pesquisa, a Tabela 4 evidencia os resultados de teste do modelo da H1.

A análise resultou em um modelo estatisticamente significativo [ $F(11,127) = 14,995$ ;  $p < 0,001$ ;  $R^2 = 0,565$ ], portanto, os resultados demonstram que o modelo explica 56,5% da variação dos dados. Em outras palavras, 56,5% da variação da variável dependente,  $\log\_RT$  ou logaritmo da Remuneração Total são explicados pelas variáveis independentes propostas no modelo. Ademais, pode-se observar que o tamanho da empresa medido por  $\log\_Ativo$  é altamente significativo ( $\beta = 0,591$ ) na explicação da variação, indicando que cada 1% a mais no  $\log\_Ativo$  gera 0,387% de incremento na remuneração total dos executivos.

Ao analisar a influência do setor de atuação e do segmento de listagem, percebe-se que empresas do setor Consumo Não Cíclico ( $\beta = 0,322$ ) e listadas no Novo Mercado ( $\beta = 0,308$ ) apresentam os maiores coeficientes de remuneração.

Como contraponto, a análise demonstra que as empresas do Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis ( $\beta = -0,62$ ;  $p=0,317$ ) e as listadas no Nível 1 ( $\beta = 0,16$ ;  $p=0,815$ ) não são estatisticamente significantes ( $p>0,1$ ).

Por conseguinte, é possível perceber que o salto dos coeficientes de remuneração dos executivos é maior do Nível 1 ( $\beta =0,016$ ) para o Novo Mercado ( $\beta =0,308$ ), apresentando variação de 0,292.

**Tabela 4. Resultados H1**

Modelo H1	Coefficiente não padronizado (B)	Coefficiente padronização (Beta)
(Constante)	3,856	
TAM (Log ativos)	0,387***	0,591
Setor-Bens Industriais	0,245**	0,167
Setor-Construção e Transporte	0,195*	0,151
Setor-Consumo Cíclico	0,289**	0,259
Setor-Consumo Não Cíclico	0,450***	0,322
Setor-Materiais Básicos	0,320**	0,212
Setor-Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-0,244	-0,062
Setor-Tecnologia da Informação	0,305	0,095
Seg_listagem-Nível 1	0,026	0,016
Seg_listagem-Nível 2	0,271**	0,149
Seg_listagem-Novo Mercado	0,290***	0,308

Variável dependente: log\_RT

F (11,127) = 14,995;  $p<0,001$ ;  $R^2 = 0,565$

Nota. \*\*\*  $p<0,001$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$

Fonte: Dados da pesquisa.

Diante do exposto, a hipótese **H1** (*Boas práticas de Governança Corporativa estão associadas a menor remuneração total, controlada por tamanho e setor de atuação*) **foi rejeitada**. Foi possível observar uma relação diretamente proporcional, ou seja, quanto maior o nível de maturidade em práticas de governança das empresas, representado pelos segmentos de listagem, maiores os valores de remuneração dos executivos. Ademais, o tamanho das empresas mostrou-se altamente significativo ( $p<0,001$ ) para os valores de remuneração executiva.



### 4.3.2 Análise: Teste Modelo H2

Dando prosseguimento à análise dos resultados, em se tratando da segunda hipótese desta pesquisa, a Tabela 5 apresenta os resultados de teste do modelo da H2.

Analisando os resultados observa-se que o modelo é estatisticamente significativo [F (12,157) = 9,582;  $p < 0,001$ ;  $R^2 = 0,423$ ], portanto, sua capacidade preditiva é de aproximadamente 42%. Em outras palavras, 42,3% da variação da variável dependente, *conformity gap*, é explicada pelas variáveis independentes propostas no modelo.

Ademais, pode-se observar uma relação diretamente proporcional entre o tamanho da empresa, a variável de controle altamente significativa, medida por  $\log\_Ativo$  ( $\beta = 0,384$ ) e a conformidade às práticas de remuneração executiva agrupada em quatro critérios, definidas anteriormente como: i) existência de comitê de remuneração; ii) existência de política de remuneração com utilização de indicador de desempenho financeiro; iii) divulgação dos valores de remuneração; iv) existência de remuneração baseada em ações. Assim, a variação positiva de 1% no valor do ativo total implica menor *conformity gap* (-1,066 pontos), o que significa dizer que quanto maior o tamanho da empresa mais aderente esta será às boas práticas de remuneração executiva, em outras palavras, maiores valores de  $\beta$  implica em menor *conformity gap*.

Ao observar os setores de atuação, Consumo Cíclico ( $\beta = 0,245$ ) e Não Cíclico ( $\beta = 0,187$ ) apresentam menores valores de *conformity gap* quando comparados com o setor base (Utilidades). Os demais setores não demonstram qualquer efeito. Por fim, especificamente com relação aos segmentos de listagem, pode-se considerar que o Novo Mercado é estatisticamente significativo ( $\beta = 0,415$ ,  $p > 0,001$ ), o que significa dizer que as empresas listadas nesse nível possuem os menores valores para o *conformity gap*, ou em outras palavras, apresentam maior aderência às boas práticas de remuneração executiva.

Ainda sobre os segmentos de listagem, observa-se pouca variação do nível Tradicional para o Nível 1 ( $\beta = -0,10$ ), no entanto, do Nível 1 para Nível 2 ( $\beta = 1,562$ ) há expressiva redução no *conformity gap* das empresas. Por fim, do Nível 2 para o Novo Mercado ( $\beta = 1,739$ ), a redução é marginal de 0,02 pontos, indicando que a

adoção de boas práticas de remuneração executiva é semelhante entre as empresas listadas nesses níveis.

**Tabela 5. Resultados H2**

Modelo H2	Coefficiente não padronizado (B)	Coefficiente padronização (Beta)
(Constante)	-3,648	
TAM (log_Ativo)	1,066***	0,384
Setor-Bens Industriais	0,396	0,058
Setor-Construção e Transporte	0,617	0,106
Setor-Consumo Cíclico	1,220**	0,245
Setor-Consumo Não Cíclico	1,142*	0,187
Setor-Materiais Básicos	0,655*	0,107
Setor-Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-0,462	-0,024
Setor-Tecnologia da Informação	0,810	0,059
Setor-Telecomunicações	1,109	0,041
Seg_listagem-Nível 1	-0,068	-0,010
Seg_listagem-Nível 2	1,562**	0,198
Seg_listagem-Novo Mercado	1,739***	0,415

Variável dependente: *conformity gap*

F (12,157) = 9,582; p<0,001; R<sup>2</sup> = 0,423

Nota. \*\*\* p<0,001; \*\* p<0,05; \* p<0,1

Fonte: Dados da pesquisa.

Diante do exposto, a hipótese **H2** (*Boas práticas de Governança Corporativa implicam menor conformity gap*) **foi confirmada**. Observou-se que quanto maior o nível de maturidade em práticas de governança das empresas, representado pelos segmentos de listagem, menor o *conformity gap* dessas empresas. A variável *conformity gap* mede conformidade às práticas de remuneração executiva agrupada em quatro critérios, definidos anteriormente como: i) existência de comitê de remuneração; ii) existência de política de remuneração com utilização de indicador de desempenho financeiro; iii) divulgação dos valores de remuneração; iv) existência de remuneração baseada em ações.

Ademais, o tamanho das empresas se mostrou altamente significativa na regressão ( $p < 0,001$ ), evidenciando que empresas maiores são mais aderentes às boas práticas de remuneração executiva, isto é, com maior conformidade.

### **4.3.3 Análise: Teste Modelo H3**

No caso da terceira hipótese desta pesquisa, a Tabela 6 apresenta os resultados de teste do modelo da H3.

Pode-se observar que a análise resultou em um modelo estatisticamente significativa [ $F(11,127) = 2,866$ ;  $p < 0,05$ ;  $R^2 = 0,199$ ], com capacidade preditiva de aproximadamente 20%. Em outras palavras, 19,9% da variação da variável dependente, CPS (*CEO pay slice*), é explicada pelas variáveis independentes. Ademais, pode-se observar uma relação inversamente proporcional entre o CPS e o tamanho da empresa medida por  $\log\_Ativo$  ( $\beta = -0,242$ ), portanto, empresas maiores tendem a apresentar um CPS menor. Ainda, pode-se afirmar que empresas com Ativo 1% maior possuem em média CPS 0,06 pontos menor.

Já ao analisar o setor de atuação percebe-se que os maiores valores do CPS são praticados nas empresas de Petróleo, Gás e Biocombustível ( $\beta = 0,235$ ), seguidas pelo setor de Consumo Cíclico ( $\beta = 0,217$ ). Por fim, é possível perceber que o segmento de listagem não exerce influência sobre a definição do CPS (*CEO pay slice*), ou seja, os coeficientes de regressão apresentados são estatisticamente não significantes (Novo Mercado = 0,76; Nível 1 = 0,962 e Nível 2 = 0,990).

Ademais, ao observar que não há variação nos valores praticados entre os segmentos de listagem, pode-se inferir que a fatia de remuneração do CEO (CPS) aumenta conforme a remuneração da Diretoria aumenta, isto é, o aumento ocorre nos mesmos patamares, não havendo assim grande distanciamento entre a remuneração do CEO e dos demais membros da Diretoria Executiva.

**Tabela 6.** Resultados H3

Modelo H3	Coefficiente não padronizado (B)	Coefficiente de padronização (Beta)
(Constante)	0,682	
TAM (Log ativos)	-0,063**	-0,242
Setor-Bens Industriais	0,121**	0,208
Setor-Construção e Transporte	0,039	0,076
Setor-Consumo Cíclico	0,096*	0,217
Setor-Consumo Não Cíclico	-0,001	-0,001
Setor-Materiais Básicos	0,030	0,050
Setor-Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,368**	0,235
Setor-Tecnologia da Informação	-0,092	-0,072
Seg_listagem-Nível 1	0,003	0,004
Seg_listagem-Nível 2	-0,001	-0,001
Seg_listagem-Novo Mercado	-0,012	-0,031

Variável dependente: CPS

F (11,127) = 2,866;  $p < 0,05$ ;  $R^2 = 0,199$

Nota. \*\*\*  $p < 0,001$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim, a hipótese **H3** (*Boas práticas de governança corporativa implicam menor CEO pay slice*) **foi rejeitada**, ou seja, observou-se que o nível de maturidade em práticas de governança das empresas representado pelos segmentos de listagem não gera influência estatisticamente significativa sobre os valores do CPS.

## 5 DISCUSSÃO

---

Esta pesquisa teve como objetivo principal identificar se a qualidade das práticas de governança corporativa influenciam na remuneração executiva das empresas brasileiras de capital aberto. Ao mesmo tempo foi estudado se o efeito da adoção de boas práticas de governança corporativa implica menor *conformity gap*, expressão pouco conhecida no Brasil, e, por fim, se o efeito também implica menor *CEO pay slice*.

Os resultados mostraram que o tamanho da empresa e a indústria são fatores determinantes para a definição da remuneração de executivos, justificando a utilização dessas variáveis como de controle. A descoberta corrobora as pesquisas que suportam a premissa de que a remuneração executiva é impactada significativamente pelo porte (SHAEFER, 1988; BAKER; HALL, 2004; FUNCHAL, 2005; OZKAN, 2007; CUNHA; VOGTE; DEGENHART, 2016; FONTES FILHO et al., 2016) e pelo setor de atuação (CONYON, MURPHY, 2000).

Não obstante a existência de poucos estudos envolvendo a relação entre práticas de governança corporativa e remuneração executiva, Jensen, Muphy e Wruck (2004), no contexto americano, destacam que governança corporativa e remuneração estão inter-relacionadas. Core, Holthausen e Larcker (1999) sugeriram em seu estudo que as empresas com estruturas mais fracas de governança corporativa têm maiores problemas de agência e tendem a pagar mais para os diretores executivos, **confirmando a rejeição da H1** (*Boas práticas de governança corporativa estão associadas a menor remuneração total, controlada por tamanho e setor de atuação*). Em outras palavras, a remuneração executiva como mecanismo de mitigação de conflito de agência não sofre influência do nível de maturidade das boas práticas de governança corporativa a ponto de permitir que os valores pagos aos executivos sejam reduzidos. A saber, a análise estatística dos resultados da H1 demonstra que quanto maior o nível do segmento de listagem, mais bem remunerados são os Executivos.

**A hipótese** de que as boas práticas de governança corporativa implicam menor *conformity gap* (**H2**), constructo pouco conhecido no Brasil, **se confirma** a partir da constatação de que as empresas da amostra listadas no Novo Mercado apresentaram

os menores coeficientes de *conformity gap*, indicando significativa aderência na adoção de boas práticas de remuneração executiva. Apesar da adaptação da teoria à realidade do mercado de capitais brasileiro, a descoberta feita corrobora os estudos de Barontini, Bozzi e Ferrarini (2017) realizados com as empresas europeias, isto é, em função da rigorosa fiscalização, as empresas de capital aberto podem dispor de maiores incentivos para estarem em conformidade com as boas práticas de remuneração executiva.

Por fim, **não foi suportada a hipótese** de que boas práticas de governança corporativa implicam menor *CEO pay slice* (**H3**), garantindo maior equilíbrio entre a remuneração dos Executivos. Como contraponto aos estudos de Al-Najara et.al. (2016), de que as empresas com mais altos *ratings* de governança tendem a ter CPSs mais altos, e da teoria de Bebchuk e Fried (2006), *managerial power theory* (MPT), os resultados da pesquisa demonstram que os coeficientes dos níveis de segmento de listagem não são estatisticamente significantes, portanto, não afetam o *CEO pay slice*. Pode-se inferir que uma explicação para a rejeição da hipótese é que em função da maioria das empresas da amostra estudada, cerca de 45,4%, integrarem o segmento de listagem Novo Mercado, com nível de maior exigência e fiscalização das boas práticas de governança corporativa, a remuneração do CEO tende a aumentar nos mesmos patamares da Diretoria Executiva, mantendo maior equilíbrio entre as remunerações praticadas. Em outras palavras, o resultado sinaliza não haver indícios da existência de poder do CEO sobre a definição da sua própria remuneração, não sendo possível, portanto, comprovar empiricamente a teoria MPT (BEBCHUK; FRIED, 2006) e principalmente que altos CPS estão associados a problemas de agência (BEBCHUK; CREMERS; PEYEE, 2011).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

De acordo com os resultados, adotando a perspectiva teórica dominante – a teoria da agência – a qualidade das boas práticas de governança corporativa não produz efeito sobre as estruturas de remuneração executiva das empresas brasileiras de capital aberto. Este resultado aponta que, conforme a teoria discutida, embora a remuneração executiva seja um mecanismo de alinhamento de interesses entre o agente e o principal, atuando como mitigador de conflito de agência, a robustez das práticas adotadas pelas empresas brasileiras não influencia na definição do montante pago aos executivos.

Ainda que haja poucos estudos que buscam explicar a relação ora estudada nesta pesquisa, o porte da empresa e setor de atuação continuam sendo fatores que exercem influência significativa na definição dos valores de remuneração, conforme confirmado pelo modelo estatístico. Adicionalmente, cabe destacar que a maioria dos estudos correlaciona remuneração executiva com desempenho das empresas e demonstra que o tema é complexo e controverso (CONYON, 2006). No entanto, à luz do conceito *conformity gap*, pode-se afirmar que as empresas mais maduras do ponto de vista de governança corporativa possuem maior conformidade às boas práticas de remuneração executiva.

Embora os resultados empíricos desta pesquisa não demonstrem o efeito principal buscado e não haja consenso sobre o melhor modelo de remuneração executiva a ser adotado, incentivar as empresas a adotarem as boas práticas de governança corporativa possibilitará que cada vez mais o conflito de agência seja reduzido, reforçando a teoria dominante.

Podemos afirmar que, de certa forma, o estudo contribui para o tema remuneração executiva, confirmando e testando que a aderência às boas práticas de remuneração executiva sofre influência do nível de maturidade em governança corporativa. Cabe destacar que Jensen, Murphy e Wruck (2004) afirmaram que estruturas ruins de governança podem influenciar práticas de remuneração que destruam o valor das empresas.

Certamente este estudo apresenta limitações, devendo ser considerado o que foi abordado apenas um ano na análise, o que pode trazer efeitos sazonais como

desligamento de executivos, os quais envolvem altos valores de rescisão. Além disso, outro ponto importante é que inúmeras empresas não estão fornecendo as informações de remuneração de seus executivos, estando amparadas, naquele ano, pelo mandado de segurança obtida pelo IBEF, abrangendo cerca de 19% das empresas da amostra, podendo gerar algum tipo de viés nos resultados. Por último, outra limitação deve-se à qualidade das informações prestadas nos respectivos documentos públicos, podendo gerar inconsistências na base de dados e influenciando, conseqüentemente, o resultado da análise estatística.

Pesquisas futuras podem ampliar as análises realizadas, por meio de um estudo longitudinal e a partir da coleta dos dados dos respectivos formulários de referência desde a vigência da ICVM 480/09, que tornou obrigatória a divulgação da remuneração dos executivos, correlacionando com fatores macroeconômicos e buscando identificar se há relação estatística entre as variáveis. Outro estudo seria a investigação dos resultados da H2 sobre o *conformity gap* das empresas listadas no Nível 2 e no Novo Mercado, visando buscar explicações para as semelhanças das práticas de remuneração executiva. Uma última possibilidade seria aumentar a base, incluindo empresas listadas no exterior, permitindo assim identificar convergências de comportamento entre as empresas, respeitando o porte e setor de atuação. A comparação das empresas nacionais e internacionais poderiam gerar resultados ao possibilitar a identificação de modelos de estruturas de remuneração executiva que influenciam o desempenho das empresas.



## REFERÊNCIAS

AL-NAJJARA, Basil; DINGB, Rong; HUSSAINEYC, Khaled (2016). Determinants and value relevance of UK CEO pay slice. **International Review of Applied Economics**, v. 30, n. 3, 403- 421, 2016.

B3, Brasil, Bolsa e Balcão. **Regulamento Novo Mercado**. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em 09 jun. 2018.

BAKER, George P.; HALL, Brian. CEO Incentives and Firm Size. **Journal of Labor Economics**, v. 22, p. 767-798, 2004.

BANGHOJ, Jesper; GABRIELSEN, Gorm; PETERSEN, Christian; PLENBORG, Thomas. Determinants of Executive Compensation in Privately Held Firms. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 3, p. 481-510, 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1661364>. Acesso em 02 jun. 2018.

BARONTINI, Roberto; BOZZI, Stefano; FERRARINI, Guido. Executive remuneration standards and the “conformity gap” at controlled corporations. **Journal Management Governance**, v. 21, p. 573-597, 2017.

BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse. Executive Compensation as an Agency Problem. **The Journal of Economic Perspectives**, n. 17, p. 71-92, 2003.

\_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. Pay Without. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, p. 71-92, 2006.

\_\_\_\_\_.; CREMERS, Martijn; PEYEE, Urs. The CEO pay slice. **Journal Financial Economics**, v. 102, n. 1, p. 199-201, 2011.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. Corporate governance and control. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 1-109, 2003.

BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. **A Moderna sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural: 1987.

BEUREN, I. M.; SILVA, J.O. Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras a Bovespa: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión – RIGC**, v. X, n. 19, -Enero-Junio 2012.

BRITO, Ana Claudia Coutinho de. **Remuneração de Executivos e o desempenho de empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Maio 2015.

CADBURY COMMITTEE (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance). **The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**. London. 1992. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>. Acesso em 18 mai. 2018.

CAMARGOS, Marco Antônio de; HELAL, Diogo Henrique. Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. In: **XXXI ANPAD**, Rio de Janeiro-RJ, 22 a 26 set. 2007.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; YI CHIEN, Alisson Chen. Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Listadas. **Revista Brasileira de Finanças** (Online) – v. 11, n. 4, p. 481-502, dez. 2013. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/27079/remuneracao-executiva--valor-e-desempenho-das-e--->. Acesso em 25 abr. 2017.

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, julho/setembro, 2002.

CLAESSENS, Stijn. **Corporate Governance and Development**. Global Corporate Governance Forum, Focus I. Washington, DC, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=642721>. Acesso em 19 mai. 2018.

COHEN, David, VITURINO, Robson; VIEIRA, André. Quanto você vale. **Época Negócios**, ed. 67, set. 2012. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Resultados/noticia/2012/09/quantovoce-vale.html>. Acesso em 10 set. 2013.

CONYON, Martin J. Corporate governance and executive compensation. **International journal of industrial organization**, v. 15, n. 4, p. 493-509, 1997.

\_\_\_\_\_. **Executive Compensation and Incentives**. Academy of Management Perspectives, fev. 2006.

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

\_\_\_\_\_.; MURPHY, Kevin. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. **Economic Journal**, 110, issue 467, p. F640-71, 2000.

CORE, John, HOLTHAUSEN, Robert, LARCKER, David. Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

CORREA, Ricardo; LEL, Ugur. Say on pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm value around the world. **International Finance Discussion Papers 1084**, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2013.

CUNHA, Paulo Roberto; VOGT, Mara; DEGENHART, Larissa. Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, 2016.

DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst. Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 303-343, 2007.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.

EXAME. Não adianta pagar mais. Negócios/Remuneração. **Exame**, p. 88-89, 16 abr. 2014.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, 1983.

FERNANDES, Francisco Carlos; MAZZIONI, Sady. A correlação entre a remuneração dos Executivos e o Desempenho de Empresas Brasileiras do Setor Financeiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 41-64, maio/ago. 2015.

\_\_\_\_\_.; SILVA, Julio Cesar. Remuneração dos Executivos: Análise dos quatro maiores bancos estatais e dos quatro maiores bancos privados listados na BM&FBovespa. In: **XXXVI ANPAD**, Rio de Janeiro – RJ, 7 a 11 set 2013.

FIELD, Andy. **Descobrimo a Estatística usando SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Teoria da Agência – Revisão Teórica**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2008.

\_\_\_\_\_.; BUCHBINDER, Felipe; SOUZA DE QUEIROZ, Marcelo do Desterro; NASCIMENTO, Gabriella Karine Vieira. Análise dos Fatores que Influenciam a Remuneração dos Executivos no Brasil. In: **XL Encontro da ANPAD**, Costa do Sauípe – BA, 25-28 set. 2016.

FUNCHAL, Jeferson de Araujo. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto Latino-Americanas**. 2005. 172 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.

HOSKISSON, R. E.; CASTLETON, M. W.; WITHERS, M. C. Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation. **Academy of Management Perspectives**, New York, v. 23, n. 2, p. 57-74, mai. 2009.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2015.

\_\_\_\_\_. **Monitoramento de Desempenho Empresarial**. São Paulo: IBGC; 2017.

\_\_\_\_\_. **Remuneração dos Administradores**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2018.

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

\_\_\_\_\_.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, April 1990.

\_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_.; WRUCK, E.G. **Remuneration**: where we've been we got to here, what are de problems and how to fix them. 2004. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94009](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94009). Acesso em 27 mar. 2018.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, pp. 3-27, 2000.

LICHT, Amir N. **Corporate Governance**. Encyclopedia of Financial Globalization. Oxford: Elsevier, 2011.

MALVESSI, Oscar; PEREIRA FILHO, João Lins. Remuneração Executiva e o impacto na Geração de Valor. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep - REFICONT**, v. 3, n. 1, p. 37-49, jan/jun. 2016.

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, Orley; CARD, David (Eds.). **Handbook of Labor Economics**. North Holland: Elsevier, 1999. p. 2485-2563.

\_\_\_\_\_. **Compensation structure and systemic risk**. USC Marshall School of Business, Working Paper FBE 34-09, p. 113, 2009.

\_\_\_\_\_.; ZÁBOJNÍK, Jan. CEO pay and appointments: a market-based explanation for recent trends. **The American Economic Review**, v. 94, n. 2, p. 192-196, 2004.

NARDI CIAMPAGLIA, Paula Carolina; SILVA, Ricardo Luiz Menezes; RIBEIRO, Evandro Marco Saidel; NAKAO, Silvio Hiroshi. Mecanismos de Governança Corporativa e a Relação com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. In: **XXXI ANPAD**, Rio de Janeiro – RJ, set. 2007.

NASCIMENTO, Eduardo Mendes; NETO, João Estevão Barbosa; DA CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves; DIAS, Warley de Oliveira. Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: Influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. **RIGC**, v. XI, n. 21, Enero-Junio 2013. Disponível em: [http://www.observatorioiberoamericano.org/ricg/N%C2%BA\\_21/Eduardo\\_Mendes,\\_Joao\\_Estevao,\\_Jacqueline\\_Veneroso\\_y\\_Warley\\_de\\_Oliveira.pdf](http://www.observatorioiberoamericano.org/ricg/N%C2%BA_21/Eduardo_Mendes,_Joao_Estevao,_Jacqueline_Veneroso_y_Warley_de_Oliveira.pdf). Acesso em 19 mai. 2018.

OECD, G20/OECD. Principles of Corporate Governance. **OECD Publishing**, Paris, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>. Acesso em 19 mai. 2018.

OZKAN, Neslihan. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 5, p. 349-364, 2007.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas: 2012.

SHAEFER, S. The Dependence of CEO Pay-Performance Sensitivity on the Size of the Firm. **Review os Economics and Statistics**, v. 80, nov. 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 53, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=10182](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10182). Acesso em 19 mai. 2018.

SMITH, C.; WATTS, R. Incentive and tax Effects of Executive Compensation Plans. **Australian Journal of Management**, v. 7, n. 2, p. 139-157, 1982.

SILVA, Antonio A. Remuneração de diretores nas sociedades anônimas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 1, n. 1, p. 93-104, jan./mar., 1961.

SILVA, Pedro Cochrane Carvalho da. **Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil**. 2010. 32 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

\_\_\_\_\_. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

\_\_\_\_\_. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

\_\_\_\_\_.; SAITO, Richard. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE**, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr/jun. 2008.

VALOR ECONÔMICO. Estudo revela distância entre bônus e retorno. **Valor Econômico**, 2018. Disponível em:  
[http://www.valor.com.br/imprimir/noticia\\_impreso/5498487](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impreso/5498487). Acesso em 19 mai. 2018.

VAN ESSEN, Marc; OTTEN, Jordan; CARBERRY, Edward J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 1, p. 164-202, 2015.

WEIMER, J.; PAPE, Joost C. A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 7, n. 2, p. 152-166, apr. 1999.