

DETERMINANTES INTERNOS DA REMUNERAÇÃO DE DIRIGENTES DE EMPRESAS COM AÇÕES NEGOCIADAS NO SEGMENTO BOVESPA

Laise Ferraz Correia

Doutora em Administração

Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG)
Rua Campestre, 298/104, Sagrada Família, Cep: 31030-140 - Belo Horizonte/MG
laise_ferraz@uol.com.br ; laise@dcsa.cefetmg.br
Tel: (31) 34826928

Hudson Fernandes Amaral

Doutor em Administração

Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD/UFMG)
Av. Antônio Carlos, 6627 / sala 4030 - Pampulha – Cep: 31270-901 - Belo Horizonte - MG
hfamaral@cepead.face.ufmg.br; hfamaral@face.ufmg.br
Tel: (31) 3409-4031

Pascal Louvet

Doutor

Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Grenoble
pascal.louvet@iae-grenoble.fr

RESUMO

O objetivo deste artigo foi identificar os determinantes internos da remuneração/incentivos dos dirigentes. O argumento principal foi o de que os incentivos são influenciados por outros instrumentos de governança corporativa. Assim, a análise consistiu em examinar o seu relacionamento com as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle das empresas. Na perspectiva da teoria da agência, a remuneração dos dirigentes compreende um mecanismo essencial de governança, na medida em que produz o alinhamento de interesses entre proprietários e administradores. Diversas evidências empíricas nesse arcabouço teórico sugerem a interrelação entre a remuneração dos executivos e a composição e estrutura do Conselho de Administração e as características da estrutura de propriedade e de controle (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; HARTZELL; STARKS, 2003; TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004; MAGNAN; ST-ONGE, 2005). Fundamentando-se no enfoque da teoria da agência, analisou-se neste artigo uma amostra de companhias negociadas na Bovespa no período de 1997 a 2006, mediante testes estatísticos de comparação de médias e, principalmente, análise de regressão de dados em painel. No total, observaram-se associações entre alguns dos aspectos dos incentivos aos administradores e as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle das empresas estudadas, sobretudo na análise univariada dos dados. Concluiu-se, por conseguinte, que há um interrelacionamento entre os mecanismos de governança estudados.

Palavras-chave: governança; remuneração; Conselho; propriedade.

Área Temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

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

Na perspectiva da teoria da agência, a governança integra os mecanismos capazes de alinhar os interesses de acionistas e dirigentes. Esse pressuposto é sintetizado no conceito de governança corporativa de Shleifer e Vishny (1997), que a definem como os mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. Nessa ótica, procura-se entender “*How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?*” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737)

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

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

A governança das firmas é exercida por um conjunto de mecanismos, conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), cujos elementos estão, muitas vezes, inter-relacionados, os quais têm por finalidade, entre outras: motivar os administradores para que tomem decisões que maximizem o valor da firma, ao invés de visar ao alcance de objetivos pessoais; e assegurar que os acionistas minoritários receberão informações confiáveis sobre o valor da firma e, também, que os administradores e os acionistas majoritários da companhia, que detêm elevados percentuais da propriedade, não se apropriarão indevidamente dos recursos proporcionados pelos investimentos.

Há diversas evidências empíricas que sugerem a interrelação entre a remuneração dos executivos e a composição e estrutura do Conselho de Administração e as características da estrutura de propriedade e de controle das empresas (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; HARTZELL; STARKS, 2003; TREMBLAY; CHÉNEVERT, 2004; MAGNAN; ST-ONGE, 2005).

Nesse contexto, a remuneração dos dirigentes compreende um mecanismo essencial de governança corporativa, na medida em que produz o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores e, por conseqüência, reduz os problemas de agência nas empresas. O objetivo deste estudo foi identificar os determinantes internos dos incentivos, o que consistiu em examinar o seu relacionamento com os mecanismos Conselho de Administração e estrutura de propriedade e de controle.

2 A POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO COMO MECANISMO DE GOVERNANÇA

Os incentivos, ou contratos de compensação, são elementos importantes da estrutura de governança, como argumentado por pesquisadores, tais como, Jensen e Meckling (1976),

Fama e Jensen (1983) e Jensen e Murphy (1990). Discutem-se a seguir algumas evidências empíricas que buscaram conhecer os efeitos da política de remuneração na criação de valor na empresa e, principalmente, os seus determinantes internos, isto é, outras dimensões da governança que têm uma associação com os incentivos.

2.1 O relacionamento entre os incentivos aos dirigentes e a criação de valor na empresa

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

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

Nessa ótica, a construção do argumento baseia-se no pressuposto de que os conflitos de interesses na empresa decorrem da separação entre a propriedade e a decisão. Ou seja, os indivíduos responsáveis pela tomada das decisões não são os seus credores residuais. Jensen e Meckling (1976) mostraram que os administradores, quando detêm parcelas muito pequenas do capital, tendem a apresentar um comportamento oportunista que se caracteriza pelo consumo de benefícios particulares, visto que eles suportam apenas parcialmente os custos resultantes dessa prática. Para reduzir esse problema, esses autores sugerem que uma solução potencial seria aumentar a parcela de ações dos investidores internos, o que tornaria as suas riquezas pessoais mais vulneráveis aos efeitos das suas decisões na firma.

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

Jensen e Murphy (1990) argumentam que há muitas maneiras por meio das quais a política de remuneração pode incentivar a tomada de decisões compatíveis com a geração de valor para a empresa, dentre as quais a revisão de salários e bônus, a utilização de opções de ações e a ameaça de desligamento dos executivos em função da performance. Eles estimaram a sensibilidade entre a remuneração em dinheiro e a riqueza dos acionistas e observaram uma associação positiva e significativa entre essas variáveis. No entanto, Jensen e Murphy (1990) consideraram muito pequena a dimensão do coeficiente atrelado à riqueza dos acionistas. Ou seja, a importância econômica da sensibilidade da remuneração em dinheiro dos *Chief Executive Officers* (CEOs) às mudanças no valor de mercado das ações mostrou-se reduzida, em face do efeito que se espera dos incentivos como mecanismo de alinhamento de interesses.

Tendo em vista que os CEOs recebem uma remuneração em dinheiro que inclui outros elementos além do salário e bônus – por exemplo, planos de performance a longo prazo, planos de poupança, opções de ações, acordos de participação nos lucros e outros benefícios –, Jensen e Murphy (1990) reestimaram a relação entre compensação e performance, considerando a remuneração total dos CEOs, a qual compreende alguns desses itens. Todavia, os resultados não se mostraram diferentes dos anteriores. Ou seja, embora a associação seja positiva e significativa, a magnitude do coeficiente de sensibilidade é muito pequena.

Após essa análise, Jensen e Murphy (1990) estimaram o relacionamento entre a variação no valor das opções e a mudança na riqueza dos acionistas, pois a base de dados que eles haviam utilizado não incluía esse incentivo como parte do pagamento total dos CEOs. Eles observaram uma relação positiva e significativa, sendo o valor do coeficiente um pouco maior do que no caso da remuneração em dinheiro, mas considerado, também, pequeno. Em seguida, Jensen e Murphy (1990) analisaram o efeito da participação acionária dos CEOs e concluíram que se trata do incentivo mais importante, com maior relevância econômica, dentre os instrumentos de remuneração por eles analisados.

Finalmente, esses autores examinaram o papel da ameaça de demissão como mecanismo de incentivo para os administradores. Supôs-se que a chance de o CEO deixar a companhia seja maior após uma performance ruim, o que os disciplinaria. Jensen e Murphy (1990) utilizaram, então, uma regressão logística, em que o *turnover* do CEO foi estimado em função da performance da firma. No entanto, os seus dados mostraram que a probabilidade de o CEO ser demitido após uma má performance não é elevada, sugerindo que, para a amostra analisada, esse mecanismo não exerce um papel importante como incentivo.

Hall e Liebman (1998) contestaram essa conclusão de Jensen e Murphy (1990) de quase independência entre o valor da firma e os incentivos aos executivos. Segundo eles, todas as análises que sugeriram a independência entre compensação e performance ignoraram as variações no valor das ações e opções sobre ações mantidas pelos administradores, os quais constituem os elementos principais dos incentivos. Ou seja, não se consideraram as reavaliações dos seus portfólios. Assim, o fraco relacionamento observado seria o resultado de uma falha na mensuração dos incentivos, da desconsideração dos componentes mais sensíveis às variações na riqueza dos acionistas.

As diferenças entre esse estudo e o de Jensen e Murphy (1990) são: em primeiro lugar, as bases de dados utilizadas, que, sendo mais recentes, incluem maiores detalhes sobre as opções de ações, instrumento de compensação aos executivos que se tornou muito frequente nos Estados Unidos a partir dos anos de 1980; e, em segundo lugar, a utilização de diferentes medidas de sensibilidade nos modelos estimados.

Inicialmente, Hall e Liebman (1998) examinaram o relacionamento entre o logaritmo da mudança no salário e bônus pagos aos CEOs e a performance da firma. Os resultados dessa análise, embora apresentem um coeficiente um pouco mais elevado, são consistentes com os estudos realizados anteriormente, principalmente o de Jensen e Murphy (1990). Em seguida, Hall e Liebman (1998) utilizaram a remuneração total dos CEOs, que inclui salários, bônus, posições em ações, outras remunerações e mudanças ocorridas no valor das ações e opções mantidas. Nesse caso, observou-se uma associação positiva e significativa com a performance, em que esses dois últimos componentes dos incentivos se mostraram os mais relevantes. Isto é, o relacionamento entre a remuneração dos executivos e a riqueza dos acionistas se explica, principalmente, em função da reavaliação do portfólio de ações e opções mantido pelos executivos. A partir dos resultados, eles concluíram apenas que as variáveis analisadas não são independentes. Eles não analisaram se a sensibilidade é suficiente ou não.

Zhou (1999) também analisou a ligação entre a remuneração e a riqueza dos acionistas em uma amostra de companhias norte-americanas e canadenses. Ele utilizou tanto a compensação direta em dinheiro (salário, bônus e outros benefícios), que constitui o componente principal da remuneração nas firmas analisadas, quanto a participação acionária relativa dos CEOs. Encontrou-se uma associação positiva entre as variáveis, mas o coeficiente de sensibilidade dos incentivos dos CEOs à variação na riqueza dos acionistas foi pequena, embora tenha sido superior ao encontrado por Jensen e Murphy (1990).

Similarmente, Kaplan (1994) estimou um modelo de semi-elasticidade da mudança no logaritmo da remuneração em dinheiro de executivos japoneses e norte-americanos (salário e bônus) em relação às medidas de performance financeira, em termos tanto de valorização de

mercado (retorno das ações) quanto de rentabilidade contábil. Para medir a compensação dos CEOs, esse autor utilizou o montante anual total em dinheiro pago a todos os diretores, ou seja, dados agregados para o grupo de diretores. Kaplan (1994) utilizou, ainda, o resultado da divisão desta variável pelo número de diretores das companhias, isto é, a compensação por executivo. Empregou-se essa medida agregada porque no Japão não se exige a divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração dos diretores individuais. Observou-se uma associação positiva e significativa entre as duas variáveis de remuneração dos CEOs e todas as medidas de performance analisadas para a amostra de firmas tanto japonesas quanto norte-americanas, corroborando, assim, a hipótese de que o relacionamento entre essas duas variáveis é observado, também, em países com características distintas dos Estados Unidos.

Kaplan (1994) incluiu em sua análise a participação acionária dos executivos na companhia. Assim como Jensen e Murphy (1990), ele observou uma relação positiva e significativa com as variáveis de performance financeira, embora os coeficientes tenham apresentado uma magnitude ainda menor. Esse autor também verificou que a performance afeta negativamente o *turnover* dos diretores de ambas as amostras estudadas. Enfim, as conclusões dessa análise são, em vários aspectos, semelhantes às de Jensen e Murphy (1990).

Kato, Kim e Lee (2007) utilizaram o mesmo modelo de semi-elasticidade de Kaplan (1994) para testar o relacionamento entre a remuneração em dinheiro dos executivos e o valor de mercado da firma em uma amostra em painel de empresas coreanas. Devido à ausência de dados detalhados sobre os salários dos executivos coreanos, esses autores empregaram como *proxy* o valor total da compensação em dinheiro de todos os diretores, tal como o fez Kaplan (1994). Eles estimaram, então, a associação entre essa variável e o retorno das ações da firma, que se mostrou positiva e significativa, corroborando os resultados de Kaplan (1994).

Incluíram-se, ainda, na análise a participação acionária dos executivos e uma variável *dummy*, que indicou se a empresa possuía ou não um plano de incentivos na forma de opções de ações. Não se observou um relacionamento significativo para esses fatores, contrariando, assim, evidências anteriores, tais como Jensen e Murphy (1990), que revelaram a influência desse tipo de compensação aos CEOs. Nessa pesquisa, os incentivos relevantes ao grupo de executivos coreanos se restringiram, portanto, aos pagamentos totais em dinheiro.

Conclusões um pouco diferentes acerca do efeito dos incentivos foram extraídas a partir de um estudo no contexto chinês. Firth, Fung e Rui (2006) examinaram a sensibilidade da remuneração total em dinheiro do executivo principal (salário, bônus e comissões) às variações na riqueza dos acionistas, medida em termos de retorno de mercado das ações e de rentabilidade contábil. Devido à natureza particular da estrutura de propriedade na China, esses autores incluíram o tipo de investidor dominante nas companhias da amostra, isto é, se o acionista controlador representa o Estado ou uma entidade privada nacional ou estrangeira.

As companhias chinesas são obrigadas a divulgar em seu relatório anual o valor total da remuneração do grupo de diretores e o salário mais elevado entre os executivos. Nesse estudo, esta última variável foi empregada como uma *proxy* para a remuneração dos CEOs. Firth, Fung e Rui (2006) estimaram um modelo de sensibilidade semelhante ao de Jensen e Murphy (1990). Mas, em termos globais, eles não observaram influência significativa das alterações na riqueza dos acionistas sobre a compensação dos executivos chineses.

Não obstante, ao considerar as diferentes categorias de acionistas controladores, mediante a divisão da amostra por tipo de investidor, observaram-se algumas associações positivas e significativas. Quando o principal acionista é o Estado, não se verificou um relacionamento significativo entre as variáveis performance financeira e remuneração dos CEOs. Ao contrário, quando as empresas são controladas por investidores privados, observa-se um efeito positivo e significativo das variações no retorno das ações e na rentabilidade contábil sobre os incentivos em dinheiro aos executivos, embora a magnitude do coeficiente seja muito pequena, assim como constatado por Jensen e Murphy (1990). As empresas com

investidores estrangeiros também apresentaram associação entre performance e compensação.

Firth, Fung e Rui (2006) concluíram que, possivelmente, essas diferenças de relacionamento entre as variáveis de retorno e os incentivos aos executivos sejam geradas pela maior participação dos acionistas controladores nos fluxos de caixa das companhias de capital privado, o que os motiva a incentivar os executivos em função da performance financeira.

Enfim, constata-se que as evidências empíricas sobre os incentivos, os quais visam ao alinhamento dos interesses dos dirigentes aos dos acionistas, são controversas.

2.2 Fatores internos determinantes dos incentivos aos administradores

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

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

Finkelstein e Hambrick (1989) defendem o argumento de que o poder do CEO sobre o Conselho determina a sua remuneração. Para verificar esse efeito, argumentam que o modelo apropriado consiste em relacionar o impacto da estrutura de propriedade na compensação dos CEOs. Posto isso, eles dividiram a sua amostra em função de três tipos de estrutura de propriedade: a) empresas cujas ações se concentram nas mãos dos seus administradores; b) empresas cujas ações são mais dispersas, sendo mantidas por diversos acionistas; e c) empresas em que as ações pertencem a um número reduzido de acionistas não-dirigentes.

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

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

Os resultados dessa análise permitiram aos autores concluir que a associação positiva e significativa entre a sensibilidade da compensação dos executivos à variação na riqueza dos

acionistas e a concentração de propriedade nas mãos de investidores institucionais constitui uma evidência de que a presença de instituições nas firmas serve como um mecanismo para reduzir os problemas de agência, que é complementar aos incentivos dos CEOs. Isto é, os dois mecanismos funcionam conjuntamente.

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

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

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

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

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

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, verificou-se que a magnitude da remuneração é uma função decrescente do percentual de propriedade do CEO na companhia e da existência de um *blockholder*, com pelo menos 5% do capital. Em geral, os sinais negativos dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade sugerem que uma fraca estrutura de governança possibilita maior compensação dos executivos.

Esses autores examinaram se o excesso de remuneração dos executivos – que, nesse estudo representa uma variável construída a partir da combinação linear das características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade – correlaciona-se com a performance futura da firma, em termos tanto contábeis quanto de valor de mercado das ações. Observou-se um relacionamento negativo e significativo entre essas variáveis. Core, Holthausen e Larcker (1999) entenderam que os pesos das variáveis do Conselho e a estrutura de propriedade na equação do excesso de remuneração estão relacionados à eficiência da governança da firma. Eles concluíram que as firmas com estrutura de governança fraca têm problemas de agência mais graves, apresentam uma pior performance financeira e seus executivos recebem maior compensação.

Basu *et al.* (2007) replicaram essa análise de Core, Holthausen e Larcker (1999) em uma amostra de companhias japonesas, ajustando, evidentemente, para as características

específicas de governança do Japão. Para representar a remuneração dos executivos, utilizaram uma medida aproximativa calculada a partir dos valores de imposto de renda pagos pelos executivos. Observou-se uma relação positiva e significativa somente entre o nível de compensação dos executivos e a rentabilidade contábil das firmas e tão-somente na especificação que incluiu como fatores explicativos do nível de compensação aspectos de monitoramento especificamente japoneses, variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Em termos gerais, entretanto, os coeficientes das variáveis de performance financeira não se mostraram estatisticamente significativos.

Os resultados japoneses corroboraram os norte-americanos na análise do relacionamento entre a variação *cross-section* no pagamento dos executivos principais (excesso de remuneração prevista, conforme Core, Holthausen e Larcker (1999)) e as variáveis representativas da governança: características de monitoramento japonesas exercidas pelo banco principal e pelo *Keiretsu*; do Conselho de Administração; e da estrutura de propriedade dessas firmas. Verificou-se a mesma associação negativa entre a performance contábil subsequente da companhia e a variável de compensação, estimada a partir da combinação linear dos outros mecanismos de governança. Essa evidência sugere, assim como na análise de companhias norte-americanas, a existência de custos de agência mais elevados nas firmas japonesas com pior governança, as quais remuneram em maiores níveis os seus executivos principais e apresentam uma pior performance em termos contábeis.

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

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

Esses relacionamentos observados confirmam a teoria da agência, pois, na medida em que há concentração da propriedade, os acionistas majoritários podem exercer um controle mais estreito sobre os dirigentes, o que torna menos necessários os demais mecanismos de governança. Tremblay e Chênevert (2004) argumentam que nesse tipo de companhia os acionistas dominantes procuram resolver os conflitos de agência por meio da adoção de planos de participação nos lucros, os quais lhes permitem manter o poder político e financeiro na empresa, além de motivar os administradores a tomar melhores decisões, já que eles receberão parte dos lucros da companhia.

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

Em suma, grande parte dos resultados dos estudos empíricos sugere que os mecanismos de governança funcionam de maneira complementar no controle dos problemas de agência. A utilização de incentivos aos executivos, em suas mais variadas modalidades, depende, portanto, do uso de outros instrumentos de governança – por exemplo, do

monitoramento efetuado pelo Conselho e das características do capital da companhia.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e dados

A amostra constituiu-se de companhias negociadas na Bovespa no período de 1997 a 2006. Inicialmente, obteve-se na base de dados Economática a relação de empresas com ações negociadas nessa bolsa. Em seguida, a cada ano, foram selecionadas as companhias cujas ações tiveram cotações mensais frequentes, sendo eliminadas apenas aquelas que ficaram mais de três meses consecutivos sem ser negociadas. Após esse filtro, restaram 266 empresas.

Os dados necessários ao cálculo das variáveis que constituem os indicadores representativos dos incentivos aos administradores e do Conselho de Administração foram coletados na demonstração Informações Anuais (IAN) das empresas. Nas IANS obtiveram-se, também, os dados acerca da natureza dos controladores e da participação acionária dos investidores institucionais. Os indicadores de mercado e as informações concernentes à composição acionária direta das empresas foram obtidos na Economática.

3.2 Variáveis analisadas

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

3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes representam os incentivos aos administradores (remuneração). Devido à escassez de dados detalhados sobre a remuneração de executivos brasileiros, empregou-se uma *proxy* que consiste no valor agregado da remuneração do conjunto de diretores da companhia, tal como o fizeram Kaplan (1994) e Kato, Kim e Lee (2007) em amostras japonesas e coreanas, respectivamente. Expressou-se essa variável por meio do seu valor absoluto e da primeira diferença do montante total da remuneração, sendo os seguintes os indicadores utilizados na descrição desse mecanismo de governança:

- REMUNERAÇÃO: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores. Utilizou-se nas análises em painel o logaritmo neperiano da *remuneração total em dinheiro* (logremu).
- REMUNERAÇÃO/NUM_ADM: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores dividida pelo número total deles.
- VAR_REM: mudança no valor anual total da remuneração em dinheiro paga a todos os administradores da companhia (primeira diferença).
- REM_TOTAL: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida pelos administradores, incluindo o valor da participação nos lucros. Utilizou-se nas análises em painel o logaritmo neperiano da *soma entre a remuneração total em dinheiro e o valor da participação nos lucros* (logremtotal).

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

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

A compensação dos executivos na forma de opções de compra de ações também representa um mecanismo de incentivo dos administradores (JENSEN; MURPHY, 1990; HALL; LIEBMAN, 1998). Esse incentivo foi representado pela seguinte variável:

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

3.2.2 Variáveis independentes e de controle

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

	Variáveis	Definição
Independentes	TAM_CA	Número de membros no Conselho de Administração.
	INDEP	Percentual de conselheiros independentes no Conselho, conforme metodologia de Dutra e Saito (2002).
	PINDEP	Presença de conselheiros independentes. Variável binária assumindo o valor (1) quando há pelo menos um membro independente no Conselho de Administração; e (0) em caso contrário.
	SEPAR	Variável binária assumindo o valor (1) se as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; e (0) em caso contrário.
	AC1_TOT	Percentual do capital total mantido pelo maior acionista
	AC_S5_TOT	Percentual do capital total mantido pelos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_TOT	Percentual do capital total mantido por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).
	[CV_CT]	Diferença entre o percentual de participação do maior acionista no capital votante e o seu percentual de participação no capital total.
	AC1_VT	Percentual de ações com direito a voto do primeiro acionista.
	AC_S5_VT	Percentual total de ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_VT	Percentual total de ações com direito a voto mantidas por investidores institucionais e instituições em geral, tais como bancos e seguradoras.
	F_FLOAT_VT	Percentual total de ações com direito a voto mantidas em circulação – isto é, percentual de títulos da empresa com direito a voto que não estão em poder dos seus acionistas controladores, sendo negociados no mercado acionário.
	F_FLOAT_TOT	Percentual do capital total mantido em circulação, ou seja, percentual de títulos da empresa que não estão em poder dos seus acionistas controladores.
Controle	Identidade do controlador	Identidade do primeiro acionista direito, quando há um acionista controlador. Variável categórica recalculada formando as seguintes variáveis dicotômicas: <ul style="list-style-type: none"> • FAM: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é um indivíduo ou família; e (0) em caso contrário. • INST: Variável binária assumindo o valor (1) quando o maior acionista direto é um investidor institucional; e (0) em caso contrário. • EMP: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é uma outra empresa; e (0) em caso contrário. • GOV: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é o governo; e (0) em caso contrário. • NT_CONTR: Variável binária assumindo o valor (1) quando a empresa não possui um acionista de controle; e (0) em caso contrário.
	Logvpap	Índice <i>book-to-market</i> – logaritmo natural do valor patrimonial por ação/preço, obtido pela divisão entre o patrimônio líquido por ação, do último balanço, e o preço.
	logvm	Tamanho da firma (valor de mercado das ações) – logaritmo neperiano do resultado da multiplicação do preço de fechamento da ação no ano “t” pela quantidade de ações da companhia em circulação.

QUADRO 1: Variáveis de concentração da propriedade e variáveis de controle

3.3 Método de análise dos determinantes dos incentivos aos administradores

O objetivo central foi examinar o relacionamento entre a remuneração dos dirigentes e as variáveis que caracterizam a eficiência do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Para isso, valeu-se de estatísticas descritivas, de testes estatísticos de comparação de médias¹ – teste “t” e análise de variância – e, também, da análise de regressão de dados em painel. Posto isso, a análise consistiu, inicialmente, em verificar se há diferenças dos indicadores de remuneração dos administradores entre os grupos formados de acordo com as características do Conselho de Administração. Outrossim, analisaram-se as características de propriedade das empresas que concedem incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros e plano de opções de compra. Por fim, buscou-se encontrar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores.

Dessa forma, efetuaram-se testes de média para verificar se a remuneração dos administradores das empresas em que os Conselhos de Administração são mais eficientes – isto é, quando as funções de CEO e de presidente do conselho são exercidas por pessoas distintas e quando há conselheiros independentes – é significativamente diferente em relação à das demais. A idéia subjacente era de que os Conselhos mais eficientes executariam melhor a tarefa de incentivar os administradores pela via da remuneração. Outrossim, visou-se verificar se as empresas com programas de incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros da companhia e de opções de compras de ações são aquelas em que a propriedade é menos concentrada e a participação dos investidores institucionais no capital é mais elevada. Supôs-se que as empresas de capital concentrado tenham menos necessidade de recorrer a esse tipo de incentivos, uma vez que o monitoramento efetuado pelos grandes acionistas é mais acentuado.

Enfim, buscou-se identificar os fatores determinantes da remuneração e de sua variação, da existência de um programa de participação dos administradores nos lucros e de opção de compra de ações. Esperava-se que as probabilidades de a empresa ter um plano de participação dos administradores nos lucros e/ou de opção de compra fossem mais elevadas quando há membros independentes no Conselho e quando as funções de CEO e de presidente do Conselho são executadas por pessoas distintas – ou seja, nas condições de melhor eficiência desse mecanismo, conforme critérios da teoria da agência. Ademais, supôs-se que as companhias com capital mais disperso e, também, aquelas em que os investidores institucionais têm maior participação no capital se valham mais desse tipo de incentivo.

3.3.1 Modelos estimados

Os modelos utilizados para identificar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores estão apresentados a seguir. Os sinais sobre as variáveis indicam o sentido esperado do relacionamento. Todos os modelos foram estimados com variáveis alternativas para a estrutura de propriedade. A especificação em que os incentivos são representados pela participação dos administradores nos lucros da companhia foi:

$$PART_LUCRO_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na especificação abaixo os incentivos são representados por PLANO_OPCÕES:

$$PLANO_OPÇÕES_{it} = \beta_0 + \beta_1 F_FLOAT_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

No modelo a seguir os incentivos são representados pela variação na remuneração (VAR_REM) e por seu valor absoluto (logremu) – remuneração no nível:

$$VAR_REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas e análise de variância

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

Os dados indicam que a remuneração anual média de todos os administradores é de 3.999,44 e que a remuneração em relação ao número total de membros da equipe dirigente é de 354,59. A remuneração total média, que compreende os valores da participação dos administradores nos lucros, é de 4.617,90, sendo os valores expressos em mil reais (TAB. 1).

TABELA 1: Estatísticas descritivas das variáveis de remuneração dos administradores

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana
REMUNERAÇÃO	3993,44	7358,95	1846,50
REMUNERAÇÃO/NUM_ADM	354,59	640,68	194,44
VAR_REM	468,77	3509,47	60,00
REM_TOTAL	4617,90	5932,57	2880,00

Os testes de médias sugerem que a variação na remuneração e a remuneração no nível são significativamente maiores nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos (TAB. 2), sendo a remuneração representada pelo seu logaritmo natural. Esses resultados sugerem que os Conselhos de Administração mais eficientes, sob os critérios de eficiência da teoria da agência, incentivam mais os administradores pela via da maior remuneração. Ou seja, há indícios de influência da composição dos Conselhos sobre a compensação dos dirigentes.

TABELA 2: Teste de médias da remuneração dos administradores, segundo características dos Conselhos de Administração

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

Verificou-se também que o peso dos conselheiros independentes no Conselho de Administração é significativamente maior nas empresas que mantêm ativo um programa de participação dos administradores nos lucros. Similarmente, os investidores institucionais têm maior poder de voto e maior participação no capital das empresas com esse tipo de incentivo. Ao contrário, a propriedade e o controle são menos concentrados nas empresas com participação nos lucros (TAB. 3).

Esses resultados sugerem uma menor necessidade de recorrer-se a programas de participação nos lucros quando as companhias se caracterizam por forte concentração do

capital, possivelmente porque nessas circunstâncias os acionistas majoritários têm elevado controle sobre os dirigentes. Há, ainda, evidências de que a implementação de programas de participação dos administradores nos lucros seja associada ao percentual mais pronunciado de instituições no capital das empresas.

TABELA 3: Teste de médias dos percentuais de conselheiros independentes e da natureza da propriedade e do controle, segundo participação dos administradores nos lucros

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

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

4.2 Determinantes internos dos incentivos aos administradores (remuneração)

Quanto aos incentivos na forma de planos de participação nos lucros e de opções, não se observaram relações significativas com as variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Dados os resultados dos testes de hipóteses apresentados na tabela 3, esperava-se que a probabilidade de as empresas lançarem mão do mecanismo de incentivo na forma de participação dos administradores nos lucros fosse mais elevada nas empresas em que os conselheiros independentes são mais numerosos e naquelas com maior peso de instituições no capital. Esperava-se, também, que as empresas com capital menos concentrado utilizassem mais esse tipo de incentivo. Não obstante, as estimativas da análise de dados em painel não corroboraram os testes de hipóteses, não sendo observadas associações significativas entre as variáveis. Posto isso, omitiram-se os resultados desses modelos.

Quanto à variação na remuneração anual paga a todos os administradores, os modelos apresentados na tabela 4 sugerem um relacionamento positivo e significativo com o percentual de conselheiros independentes e com o tamanho da empresa, robusto às diversas especificações. As demais variáveis de governança e características específicas das empresas não se mostraram significativas (TAB. 4). Destarte, os dados sugerem que o nível de independência dos Conselhos de Administração influencia a remuneração dos dirigentes. Ou seja, sendo os conselheiros independentes mais numerosos, eles, possivelmente, incentivam a adoção de uma remuneração mais incentivadora.

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

TABELA 4: Determinantes da variação nos níveis de remuneração dos administradores

Variável	(1) VAR_REM	(2) VAR_REM	(3) VAR_REM	(4) VAR_REM	(5) VAR_REM	(6) VAR_REM
AC1_VT	-4,480 (-1,47)					
AC_INST_VT	-5,066 (-0,69)	-4,020 (-0,53)	-3,520 (-0,45)			-1,905 (-0,47)
INST	12,09 (0,02)	81,39 (0,13)	-93,01 (-0,13)			
EMP	-182,5 (-0,76)	-180,2 (-0,89)	-279,4 (-1,25)			
GOV	-809,8* (-1,98)	-834,4* (-2,27)	-931,4* (-2,31)			
NT_CONTR	-563,0 (-1,41)	-875,9 (-1,88)	-516,0 (-1,27)			
INDEP	6,909* (2,14)	7,004* (2,15)	6,948* (2,14)	7,042* (2,18)	6,803* (2,14)	7,112* (2,21)
SEPAR	181,1 (1,24)	198,4 (1,37)	176,7 (1,19)	165,9 (1,15)	174,0 (1,19)	142,0 (1,00)
TAM_CA	38,46 (1,11)	44,38 (1,32)	45,51 (1,32)	30,39 (0,94)	36,24 (1,09)	32,15 (0,96)
logvm	187,0** (2,66)	167,7* (2,41)	186,6** (2,62)	161,1* (2,39)	153,8* (2,31)	157,1* (2,30)
logvpap	80,70 (1,07)	82,04 (1,08)	81,76 (1,08)	19,56 (0,27)	15,83 (0,21)	24,90 (0,33)
AC_S5_VT		-11,47* (-1,98)				
[CV_CT]			-2,828 (-0,73)			-3,818 (-1,03)
AC1_TOT				-4,343 (-1,68)		
AC_INST_TOT				-8,285 (-1,51)	-6,490 (-1,15)	
AC_S5_TOT					-4,931 (-1,70)	
constante	-2044,4* (-2,27)	-1156,3 (-1,18)	-2222,2* (-2,42)	-1902,5* (-2,40)	-1734,7* (-2,29)	-1986,5* (-2,34)
r2_a	0,00756	0,00914	0,00700	0,00891	0,00917	0,00802
F	1,808	1,485	2,006	2,205	2,221	2,890
N	1287	1287	1287	1289	1289	1289
Teste de Heteroscedasticidade - <i>Breusch-Pagan</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Arellano e Bond – abar (<i>p values</i>)	0,4614	0,4620	0,4620	0,4697	0,4703	0,4715
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,4780	0,2481	0,3708	0,2276	0,1475	0,4258

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são *pooled OLS*, pois os efeitos específicos não são significativos. Os valores *p* do teste de autocorrelação de Arrelano e Bond (1991) não permitem rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Os valores *p* do teste de heteroscedasticidade de Breusch e Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas. E os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese de que as variáveis do Conselho e da estrutura de propriedade sejam exógenas. Os erros-padrão dos modelos desta tabela são robustos à heteroscedasticidade.

As estimativas dos modelos em que se utilizou a remuneração dos administradores no nível, representada pelo logaritmo neperiano do valor anual total recebido em dinheiro, sugerem uma influência positiva e significativa do tamanho da empresa e uma associação inversa com a propriedade dos investidores institucionais (TAB. 5). Assim, possivelmente, uma maior influência desse tipo de investidor pode contribuir para que o nível da remuneração dos dirigentes seja menos elevado.

Esses resultados sugerem que nas empresas de maior tamanho, em que o nível de remuneração é, geralmente, mais elevado, conforme revelado pelas estimativas dos modelos apresentados nesta tabela, os investidores institucionais emprenderiam maior pressão quanto à magnitude dos pagamentos aos dirigentes, haja vista a sua maior participação no capital e o conseqüente interesse no retorno do seu investimento. Essas evidências corroboram a hipótese de que as instituições exercem um importante papel de monitoramento e estão em conformidade com os resultados observados por Hartzell e Starks (2003).

Enfim, testou-se a endogeneidade das variáveis de concentração do capital e do controle e, também, as relativas ao Conselho de Administração. Nenhuma delas apresentou esse tipo de problema. Foram detectadas, no entanto, tanto a heteroscedasticidade quanto a autocorrelação dos resíduos. Posto isso, estimaram-se os modelos com a correção cluster da matriz de variância dos coeficientes, resultados apresentados na TAB. 5.

TABELA 5: Determinantes do nível de remuneração total dos administradores

Variável	(1) logremu	(2) logremu	(3) logremu	(4) logremu	(5) logremu	(6) logremu
AC1_VT	0,00000836 (0,00)					
AC_INST_VT	-0,00694 (-1,36)	-0,00700 (-1,37)	-0,00692 (-1,39)			
INDEP	-0,000359 (-0,13)	-0,000301 (-0,11)	-0,000267 (-0,10)	-0,000432 (-0,16)	-0,000418 (-0,15)	-0,000334 (-0,12)
SEPAR	0,0419 (0,54)	0,0411 (0,53)	0,0454 (0,57)	0,0619 (0,81)	0,0596 (0,78)	0,0627 (0,82)
TAM_CA	-0,0188 (-0,66)	-0,0196 (-0,70)	-0,0182 (-0,65)	-0,0151 (-0,53)	-0,0170 (-0,60)	-0,0162 (-0,58)
logvm	0,148* (2,34)	0,147* (2,28)	0,148* (2,35)	0,140* (2,18)	0,140* (2,14)	0,141* (2,20)
logvpap	0,0611 (1,11)	0,0616 (1,12)	0,0595 (1,09)	0,0580 (1,07)	0,0602 (1,10)	0,0586 (1,07)
AC_S5_VT		-0,00195 (-0,44)				
[CV_CT]			-0,00453 (-1,11)			-0,00425 (-1,06)
AC1_TOT				0,00171 (0,68)		
AC_INST_TOT				-0,0153** (-3,19)	-0,0155** (-3,23)	-0,0154** (-3,23)
AC_S5_TOT					-0,000274 (-0,10)	
constante	5,292*** (5,48)	5,471*** (4,86)	5,368*** (5,91)	5,339*** (5,48)	5,420*** (5,32)	5,470*** (5,94)
Dummies temporais	sim	sim	sim	sim	sim	sim
r2_w	0,279	0,279	0,281	0,291	0,291	0,292
r2_b	0,114	0,118	0,105	0,0775	0,0890	0,0825
F	8,761	8,724	8,477	9,159	9,101	9,200
N	1478	1478	1478	1478	1478	1478
Teste Sargan-Hansen (<i>p value</i>)	0,0003	0,0003	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Autocorrelação de Wooldridge (2002) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de endogeneidade (<i>p</i>)	0,3395	0,3988	0,2424	0,1459	0,1245	0,1623

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Sargan-Hansen indicam a preferência do modelo de efeitos fixos; os do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese nula de que as variáveis do Conselho e da estrutura de capital sejam exógenas. As variáveis binárias temporais são, conjuntamente, significativas e foram excluídas da tabela. Os erros-padrão dos modelos são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

5 CONCLUSÃO

A compensação em dinheiro representa um instrumento essencial do sistema de governança na medida em que é capaz de motivar os executivos a enfatizar a geração de valor para a companhia. A teoria da agência pressupõe que os interesses dos indivíduos são conflituosos nas empresas em que os proprietários não são os responsáveis pela tomada da decisão, gerando os problemas de agência. Visando assegurar a recuperação do seu investimento, os acionistas se valem de um conjunto de mecanismos para minimizar esses conflitos de agência. Eles desenvolvem instrumentos de controle e de incentivo aos dirigentes, de modo que as decisões tomadas sejam ótimas do seu ponto de vista.

Neste estudo, o argumento foi o de que a remuneração dos dirigentes depende de outros instrumentos do sistema de governança da empresa. Assim, buscou-se identificar os seus determinantes internos. Constatou-se que a maioria das empresas analisadas lança mão de planos de participação dos administradores nos lucros. Os dados mostraram, não obstante, que esse tipo de remuneração incentivadora não está significativamente associado às características do Conselho de Administração, cujas funções incluem a compensação e a motivação de dirigentes. Ele também não se relaciona estatisticamente à concentração da propriedade e ao peso de instituições no capital.

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

Enfim, observaram-se associações entre alguns dos aspectos dos incentivos aos administradores e as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle das empresas estudadas, sobretudo na análise univariada dos dados. Conclui-se, portanto, que há uma interrelação entre os mecanismos de governança estudados.

REFERÊNCIAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 3, p. 693-714, 2006.

HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, v. 103, n. 3, p. 653-691, 1998.

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

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

JENSEN, Michael C. *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

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

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

KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, v. 102, n. 3, p. 510-546, 1994.

KATO, T.; KIM, W.; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 15, n. 1, p. 36-55, 2007.

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

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

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

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

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

TREMBLAY, M., CHENEVERT, Denis. Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs: une étude internationale, 2004. Disponível no sítio: http://www.agrh2004esg.uqam.ca/pdf/Tome2/Tremblay_Chenevert.pdf.

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

ZHOU, X. Executive compensation and managerial incentives: a comparison between Canada and the United States. *Journal of Corporate Finance*, v. 5, n. 3, p. 277-301, 1999.

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