

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL

NELITA DONATTI

**A ASSOCIAÇÃO ENTRE REMUNERAÇÃO DE AGENTE E DESEMPENHO
FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

São Leopoldo
2014

NELITA DONATTI

**A ASSOCIAÇÃO ENTRE REMUNERAÇÃO DE AGENTE E DESEMPENHO
FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. João Zani

Co-Orientador: Prof. Dr. Guilherme Vaccaro

São Leopoldo

2014

Ficha catalográfica

D677a Donatti, Nelita

A associação entre remuneração de agente e desempenho financeiro de empresas brasileiras de capital aberto / por Nelita Donatti. – 2014.

127 f.: il., 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios, 2014.

Orientação: Prof. Dr. João Zani ; Coorientação: Prof. Dr. Guilherme Vaccaro.

1. Governança corporativa. 2. Conflito de agência.
3. Remuneração de agente. 4. Indicadores econômicos.
5. Métodos estatísticos. I. Título.

CDU 658.012.43

NELITA DONATTI

**A ASSOCIAÇÃO ENTRE REMUNERAÇÃO DE AGENTE E DESEMPENHO
FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em _____.

Prof. Dr. Clea Beatriz Macagnan

Dr. Oscar Rudy Kronmeyer Filho

Prof. Dr. Francisco Olinto Velo Schmitt

Orientador: Prof. Dr. João Zani

Co-Orientador: Prof. Dr. Guilherme Vaccaro

Visto e permitida a impressão.

São Leopoldo, ____/____/_____

Prof. Dr. Jorge Renato de Souza Verschoore Filho
Coordenador do PPG em Gestão e Negócios

AGRADECIMENTOS

Existem momentos em que as pessoas contribuem decisivamente com as nossas escolhas e também são facilitadores em nosso percurso. Agradeço ao meu orientador, Professor Dr. João Zani, pelos desafios propiciados e por suas valiosas contribuições para esta dissertação. Ao meu co-orientador, Professor Dr. Guilherme Vaccaro, pela orientação por todo e pela paciência nas orientações para a utilização do SPSS e nas discussões sobre metodologia. Aos professores, colegas e colaboradores da equipe do MPGN/UNISINOS, pelo aprendizado e excelente ambiente acadêmico.

A EY por permitir a flexibilidade, tão importante e fundamental para que eu pudesse cursar o mestrado. Aos meus colegas de trabalho que se adaptaram a minha nova rotina, aos meus altos e baixos de humor e que foram muito importantes para que eu pudesse conciliar o trabalho com os estudos.

A minha família, em especial aos meus pais Tales e Laudete que se mantiveram firmes ao meu lado e tiveram a paciência necessária para que eu pudesse chegar até aqui. Ao Paulo, meu esposo, pelo amor, compreensão e apoio que permitiu que eu me dedicasse a este mestrado. A minha amada filha Natalia que aprendeu a compartilhar comigo os livros, as horas de aula e esperou tantas vezes a mamãe concluir “só mais este parágrafo”.

Por fim, agradeço a DEUS que está sempre presente em minha vida, iluminando meu caminho e certamente me dando forças para persistir e permitir este momento de realização em minha vida.

*“A mente que se abre a uma nova ideia jamais
voltara a seu tamanho original.”*

(Albert Einstein)

RESUMO

O objetivo principal deste estudo foi identificar associações entre os pacotes de remuneração dos agentes das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado com os seus indicadores de desempenho financeiro. Em segundo lugar, buscou-se verificar o cumprimento de normativo que prevê a divulgação das informações relativas à remuneração desses agentes, bem como mapear a composição de tais remunerações. A governança corporativa e a teoria da agência são usadas para desenvolver o arcabouço teórico que sustenta o estudo. A pesquisa baseia-se nos dados de 100% das empresas listadas no segmento de Novo Mercado no período de 2008 a 2012. Os dados são estudados por meio de métodos estatísticos, em particular análises descritivas e de correlação. Contrariamente às expectativas, o estudo conclui que há poucas correlações estatisticamente significativas entre as remunerações dos agentes das empresas brasileiras do Novo Mercado e seus indicadores de desempenho financeiro. Ademais, observa-se uma melhora na transparência de informações pelo cumprimento da exigência de informar a composição das remunerações dos agentes. Este estudo contribui para a literatura de gestão, sobretudo a literatura que discute a remuneração como ferramenta para mitigar os problemas de agência no Brasil.

Palavras-chave: Governança corporativa. Conflito de agência. Remuneração de agente. Indicadores econômicos. Métodos estatísticos.

ABSTRACT

The main objective of this study was to identify correlations between the remuneration packages of agents in Brazilian public entities listed in the “Novo Mercado” with their financial performance indicators. Secondly, it aimed to evaluate the compliance with technical standard of the disclosure of information related to the remuneration of such agents as well to map the components of this remuneration. Corporate governance and Theory of Agency were used to develop the theoretical background that supports this study. The research is based on the data from 100% of entities listed in the New Market from 2008 to 2012. Data is analyzed through a variety of statistical methodologies, in particular, descriptive analyses and correlation. Against the expectations, the study concluded that there are few correlations statistically meaningful between the remuneration of the agents of the Brazilian entities in the Novo Mercado and their financial performance indicators. In addition, an improvement in the clarity of information due to the requirements of disclosing the components of agent's remuneration is noted. This study contributes to the literature in Management, in particular, to the literature that discuss remuneration as a tool to mitigate the problems of Theory of Agency in Brazil.

Keywords: Corporate Governance. Agency conflict. Remuneration of the agent. Economic indicators. Statistical data analysis.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 - Estrutura do Estudo | 23 |
| Figura 2 - Remuneração em Dinheiro e Remuneração Total Média por Chief Executive Officer (CEO) das Empresas na S&P 500, 1970-2002..... | 36 |
| Figura 3 - Remuneração Média por CEO das Empresas da S&P 500, 1992-2002 | 38 |
| Figura 4 - Método de Trabalho | 49 |
| Figura 5 - Coleta de Dados | 53 |
| Figura 6 - Gráfico de Remuneração por Órgão para o Período de 2008 a 2012 | 63 |
| Figura 7 - Diagrama de Membros da Diretoria por Ano-calendário | 68 |
| Figura 8 - Gráfico da Remuneração da Diretoria Estatutária | 70 |
| Figura 9 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Baseada em Ações (população total)..... | 72 |
| Figura 10 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Baseada em Ações (subgrupo com os casos onde ocorreram ambas as remunerações)..... | 73 |
| Figura 11 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Variável | 74 |
| Figura 12 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Variável (subgrupo com os casos onde ocorreram ambas as remunerações).... | 75 |
| Figura 13 - Conselho de Administração - Número de Membros por Ano-Calendário | 77 |
| Figura 14 - Gráfico de Remuneração do Conselho de Administração por Ano-Calendário | 78 |
| Figura 15 - Diagrama de Dispersão da Remuneração total versus Valor de Mercado das empresas..... | 84 |
| Figura 16 - Diagrama de Dispersão da Remuneração total versus Valor de Mercado (subgrupo com os casos onde o valor de mercado é diferente de zero) | 84 |
| Figura 17 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria Baseada em Ações e o Valor de Mercado | 91 |

Figura 18 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria Baseada em Ações e o Valor de Mercado (subgrupo dos casos com remuneração baseada em ações diferente de zero) 91

Figura 19 - Diagrama de Dispersão da Remuneração Baseada em Ações e a Fixa, (subgrupo com os casos em que há remuneração em ações)..... 99

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Quantidade de empresas listadas na BM&FBOVESPA, no segmento de Novo Mercado de 2008 a 2012 | 52 |
| Tabela 2 - Frequências de Empresas Listada na BM&FBOVESPA, no Segmento de Novo Mercado de 2008 a 2012, por Ano de Listagem..... | 61 |
| Tabela 3 - Frequência de Distribuição Geográfica da População..... | 62 |
| Tabela 4 - Remuneração Total Segregada por Órgão e Tipo de 2008 a 2012 ... | 64 |
| Tabela 5 - Remuneração Total Nominal por Ano-calendário..... | 65 |
| Tabela 6 - Remuneração Total 2009 – 2012, Segregada por Órgão e por Tipo . | 66 |
| Tabela 7 - Análise Descritiva Quantidade de Membros de Diretoria | 67 |
| Tabela 8 - Análise Descritiva de Membros da Diretoria - Sem Dados Ausentes | 67 |
| Tabela 9 - Remuneração Nominal da Diretoria Estatutária | 69 |
| Tabela 10 - Frequência da Remuneração da Diretoria por Ano-Calendário | 69 |
| Tabela 11 - Análise Descritiva Quantidade de Membros do Conselho de Administração | 76 |
| Tabela 12 - Remuneração do Conselho de Administração Segregada por Tipo | 78 |
| Tabela 13 - Estatística de Existência ou Não Existência de Conselho Fiscal..... | 80 |
| Tabela 14 - Composição Anual da Remuneração Total do Conselho Fiscal | 81 |
| Tabela 15 - Correlação Entre Remuneração Total e Indicadores de Desempenho | 83 |
| Tabela 16 - Correlação Remuneração Diretoria e Indicadores de Desempenho | 86 |
| Tabela 17 - Diretoria Estatutária Análise de Correlação da Remuneração Baseada em Ações e os Indicadores de Desempenho | 90 |
| Tabela 18 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação da Remuneração Variável e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que a remuneração variável é diferente de zero) | 93 |
| Tabela 19 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação dos Bônus e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que o bônus é diferente de zero)..... | 94 |

| | |
|---|-----|
| Tabela 20 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação da Participação nos Resultados e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que a participação nos resultados é diferente de zero) | 95 |
| Tabela 21 - Conselho de Administração - Análise Correlação da Remuneração e os Indicadores de Desempenho | 102 |
| Tabela 21 - Conselho de Administração - Análise Correlação da Remuneração e os Indicadores de Desempenho | 103 |
| Tabela 22 - Conselho de Administração - Análise de Correlação da Remuneração Variável e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos onde há remuneração variável)..... | 104 |
| Tabela 23 - Conselho de Administração – Correlação entre Remuneração Baseada em Ações e Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos onde há remuneração baseada em ações) | 105 |
| Tabela 24 - Conselho de Administração – Correlação entre Remuneração Baseada em Ações e Indicadores de Desempenho, dados desconsiderando empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A. | 106 |
| Tabela 25 - Conselho de Administração - Análise de Correlação da Remuneração Fixa e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com casos onde há somente remuneração fixa) | 107 |
| Tabela 26 - Mediana com Variável de Agrupamento por Perfil de Remuneração (subgrupo sem as empresas de remuneração ausente ou não informada) | 110 |
| Tabela 28 - Mediana dos Indicadores de Desempenho com Variável de Agrupamento por Perfil de Remuneração..... | 114 |
| Tabela 29 - Mediana com Variável de Agrupamento por Existência ou Não de Plano de Opção em Ações..... | 115 |

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

| | |
|-------------|--|
| ANOVA | - Análise de Variância |
| BM&FBOVESPA | - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros |
| BRIC | - Brasil, Rússia, Índia e China |
| CEO | - <i>Chief Executive Officer</i> |
| CVM: | - Comissão de Valores Mobiliários |
| DF | - Demonstração(ões) Financeira(s) |
| DFP | - Demonstrações Financeiras Padronizadas |
| EUA | - Estados Unidos da América |
| FBA | - Fixa dividida pela remuneração Baseada em Ações (FBA) |
| FIPECAFI | - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras |
| FR | - Formulário de Referência |
| FV | - Fixa Dividida pela Variável |
| FVAO | - Fixa mais Variável, mais Baseadas em Ações e Outras |
| FVB | - Fixa dividida pela remuneração Variável em Bônus |
| FVPR | - Fixa dividida pela remuneração Variável de Participação nos Resultados |
| GC | - Governança Corporativa |
| IAN | - Informações Anuais |
| IFRS | - <i>International Financial Reporting Standard</i> |
| NENI | - Não Existente ou Não Informada |
| OCDE | - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico |
| ON | - Ordinárias |
| P/VPA | - Preço/Valor Patrimonial da Ação |
| PN | - Preferenciais |
| ROA | - Retorno Sobre os Ativos |
| ROE | - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido |
| S.A. | - Sociedade(s) Anônima(as) |

SEC - *Securities and Exchange Commission*
SF - *Somente Fixa*
SOP - *Say on Pay*
SOX - *Sarbanes-Oxley*

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 17 |
| 1.1 Objetivos | 20 |
| 1.2 Justificativa e Relevância da Pesquisa..... | 20 |
| 1.3 Estrutura da Dissertação | 22 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO | 25 |
| 2.1 Sociedade por Ações e o Novo Mercado | 25 |
| 2.2 Governança Corporativa e Teoria de Agência | 28 |
| 2.3 Da Remuneração de Agentes | 34 |
| 2.4 Indicadores de Desempenho Financeiro | 43 |
| 2.4.1 Índice de Liquidez | 44 |
| 2.4.2 Quocientes de Endividamento | 45 |
| 2.4.3 Índice Rentabilidade..... | 45 |
| 2.4.4 Valor de Mercado..... | 47 |
| 3 METODOLOGIA | 49 |
| 3.1 Método de Pesquisa..... | 50 |
| 3.2 Universo, População e Amostra da Pesquisa..... | 51 |
| 3.3 Da Coleta de Dados | 52 |
| 3.3.1 Da Remuneração dos Agentes..... | 53 |
| 3.3.2 Dos Dados das Demonstrações Financeiras Consolidadas | 54 |
| 3.3.3 Dos Dados Cadastrais | 54 |
| 3.3.4 Dados de Preço/Valor Patrimonial da Ação | 55 |
| 3.4 Tratamento de Dados..... | 55 |
| 3.5 Delimitações..... | 58 |
| 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 60 |
| 4.1 Das Análises Descritivas | 60 |
| 4.1.1 Da Diretoria Estatutária | 66 |

| | |
|--|------------|
| 4.1.2 Do Conselho de Administração | 75 |
| 4.1.3 Do Conselho de Fiscal | 80 |
| 4.2 Das Análises de Associação entre as Remunerações e os Indicadores de Desempenho | 82 |
| 4.2.1 Da Diretoria Estatutária | 85 |
| 4.2.2 Do Conselho de Administração | 97 |
| 4.3 Análise de Diferentes Perfis de Remuneração das Empresas do Novo Mercado..... | 108 |
| 5 CONCLUSÃO | 116 |
| REFERÊNCIAS | 121 |
| APÊNDICE A - População Analisada por Setor de Atividade..... | 126 |
| APÊNDICE B - Diretoria - Tabulação Cruzada das Principais Remunerações 2009 a 2012..... | 127 |
| ANEXO A - Comparativo dos Segmentos de Listagem | 128 |

1 INTRODUÇÃO

As corporações deixaram de ser apenas dispositivos legais por meio dos quais os negócios privados possam ser exercidos, para se tornarem também organizadoras da vida econômica dos seus proprietários. Pode-se dizer que as empresas evoluíram para um sistema corporativo, atraindo para si uma combinação de atributos e poderes, e atingido um grau de relevância que as habilitam a ser tratadas como importantes instituições sociais. (BERLE JR.; MEANS, 1932). A mudança significativa não está apenas no aparato corporativo em si, mas no fato de que nas corporações ocorre a segregação entre a propriedade e controle em função da multiplicidade de proprietários. (CAMPOS; MARTINS; DINIZ, 2011).

Berle Jr. e Means (1932) mencionavam que o sistema de fábrica, a base da revolução industrial, trouxe um número cada vez maior de trabalhadores sob uma gestão única. Em seguida, a corporação moderna, igualmente revolucionária em seu efeito, colocou a riqueza de inúmeros indivíduos sob o mesmo controle central. O poder dos que estão no controle foi imensamente aumentado, e o *status* daqueles envolvidos, proprietário ou trabalhador, foi radicalmente alterado em função de tais mudanças. Nessa visão, o proprietário, por sua vez, que investe em uma empresa moderna entrega a sua riqueza para aqueles no controle da empresa, trocando a posição de proprietário independentemente para se tornar meramente destinatário de remuneração do capital.

Em 1937, Coase, em seu estudo sobre a natureza das corporações (*The Nature of the Firm*), destaca uma nova realidade nas relações entre proprietários e demais pessoas atuantes nas organizações, entrando em cena, um personagem denominado agente que, de acordo com o texto, possui autonomia para a tomada de decisões corporativas no âmbito de sua atuação profissional.

Em 1976, Jensen e Meckling, em estudo seminal, analisam a teoria da agência em conjunto com a teoria dos direitos de propriedade e a teoria de finanças para desenvolver uma nova teoria da estrutura de propriedade da empresa – a *Teoria da Firma*. Essa teoria tem como essência a compreensão e a separação de papéis entre agente (tomador de decisão) e principal (pessoa que confia decisões para terceiros). Ainda de acordo com os autores, a relação

principal e o agente pode ser definida como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar tarefa a seu favor, envolvendo delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente. De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), deve-se notar que os problemas de agência são uma parte de todas as situações em que duas ou mais pessoas se envolvem em atividades de cooperação. Eles sempre têm alguma incompatibilidade de interesses e, portanto, problemas de agência estarão sempre presentes – em empresas, associações, organizações sem fins lucrativos, agências governamentais e, até mesmo, em famílias.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o principal pode limitar as divergências de interesse através da criação de incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de agência. Tem-se, portanto, segundo Hall e Liebman (1998) e Jensen, Murphy e Wruck (2004), nos pacotes de remuneração (incentivos) de executivos bem elaborados uma das principais ferramentas para mitigar problemas de agência, apesar de saberem que estes não podem resolver sozinhos todos os problemas de conflitos de interesse, e que sistemas de governança corporativa devem ser implementados para monitorar o comportamento do agente e mitigar os gastos residuais que não podem ser resolvidos exclusivamente com políticas de remuneração.

Diante do exposto, dar maior transparência aos modelos de remuneração global de executivos é uma preocupação em pauta no ambiente corporativo mundial. No Brasil, por conta das estruturas de controle concentrado e do potencial de expropriação de acionistas minoritários, a remuneração de executivos, especialmente quando estes são também acionistas, é ponto crítico para as boas práticas de governança corporativa. (FRANCO, 2005). Ademais, o investidor que desejasse saber quanto ganhavam os executivos da companhia em que investem encontraria informações na ata da assembleia geral ordinária em que foi definida a remuneração ou no formulário Informações Anuais (IAN) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, encontraria maiores dificuldades se pretendesse analisar o modelo de remuneração dos administradores e avaliar se esses estavam alinhados com os objetivos de desempenho da companhia. Se quisesse conhecer os parâmetros utilizados, a metodologia de remuneração e as metas ou desempenho obtidos deveria,

portanto, buscar essa informação diretamente com os executivos. (FRANCO, 2005).

Desde 2007, com a promulgação da Lei 11.638 (BRASIL, 2007) – que alterou a Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), “[...] as empresas brasileiras estão se adaptando a uma nova filosofia na forma de elaborar e divulgar seus dados financeiros ao mercado”. (FIPECAFI, 2012, p. 12). A convergência para as normas internacionais de contabilidade (IFRS) tem exigido dedicação e esforço constantes de todas as partes envolvidas no processo, bem como há novas exigências relacionadas à transparência de informações financeiras das empresas de capital aberto brasileiras. A CVM, por meio da Instrução CVM 480 (CVM, 2009) – a qual dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários –, passa a exigir que as empresas descrevam, em seus Formulários de Referência, a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração. Ainda, a remuneração para fins de atendimento à referida Instrução CVM é segregada entre remuneração fixa, variável, pós-emprego, cessão de cargo e com base em ações, bem como deve ser divulgada separadamente por órgãos de gestão, quais sejam, conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal.

Portanto, diante da possibilidade de ocorrência de conflito de agência, em que os diversos estudos mencionam que a remuneração poderia ser uma ferramenta a ser utilizada para alinhar os interesses do agente com o principal e sendo os indicadores de desempenho ferramentas de medida de alinhamento de estratégia e retorno para os acionistas (KAPLAN; NORTON, 1992), esta pesquisa baseia-se na estrutura regimental de arquivamento de dados de organizações de capital aberto, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), no segmento de Novo Mercado, para apresentar uma possível resposta à seguinte questão norteadora: **Há associação significativa entre remuneração de agente e indicadores de desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto?**

1.1 Objetivos

A pesquisa busca identificar associações entre os pacotes de remuneração dos agentes de empresas brasileiras de capital aberto no segmento de Novo Mercado e indicadores de desempenho financeiro das respectivas empresas.

Como objetivos específicos, têm-se:

- a) verificar o efetivo cumprimento da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), Anexo 24, item 13, o qual prevê a divulgação da composição das remunerações dos administradores de empresas de capital aberto brasileiras para as empresas listadas no segmento de Novo Mercado;
- b) mapear a composição de remuneração dos agentes de empresas brasileiras de capital aberto listadas no segmento de Novo Mercado dos anos de 2008 a 2012; e

1.2 Justificativa e Relevância da Pesquisa

Mecanismos de controle internos de planos de incentivo de gestão e monitoramento são os meios pelos quais os gestores são disciplinados para agir no interesse dos investidores. (BUSHMAN; SMITH, 2001). As teorias que sustentam essa visão são teoria da agência (JENSEN, 1993; JENSEN; MECKLING, 1976), especificamente a teoria da agência positivista (EISENHARDT, 1989) e teoria da contingência. (DONALDSON, 2001).

De acordo com Franco-Santos (2007), a teoria da agência é a teoria mais importante a orientar a pesquisa organizacional sobre o uso de medidas de desempenho para fins de compensação. Ela prevê que o uso de medidas de desempenho em sistemas de compensação está positivamente associado ao sucesso organizacional.

Contudo, Coffee (2005), em estudo sobre republicações de demonstrações financeiras nos USA, identificou que ocorreu rápida aceleração na quantidade de retificações de demonstrações financeiras durante os anos 1990. De acordo com o autor, o primeiro dos estudos dessa natureza concluiu que o número de retificações nas publicações de demonstrações financeiras,

entre 1990 a 1997, era de aproximadamente 49 por ano. Esse número subiu para 150 e 156, em 1999 e 2000, respectivamente. O autor ainda menciona que um estudo posterior mostra uma aceleração ainda mais acentuada. Embora conhecido que as empresas com republicações eram tipicamente empresas com as expectativas do mercado de alto crescimento futuro, a pressão sobre essas empresas para mostrar uma alta taxa de crescimento dos lucros parece ter aumentado durante a década de 1990. Isso leva a questionar: o que, por sua vez, causou esse aumento de pressão?

Segundo o estudo de Coffee (2005), o efeito parece ter sido autoinduzido – isto é, é o produto de previsões cada vez mais otimistas por gerências e analistas financeiros em relação aos ganhos futuros. O autor faz referência a uma questão prévia: por que as administrações eram mais otimistas sobre o crescimento dos lucros durante esse período? Em seu entendimento, um fator, o qual faz distinção dos Estados Unidos da América (EUA) da Europa, tem sido cada vez mais visto como explicação para o súbito aumento nas irregularidades financeiras nos USA: a remuneração de executivos, que mudou abruptamente nos Estados Unidos durante a década de 1990, passando de um sistema de remuneração com base na geração de caixa para um sistema com base no valor das ações e essa mudança não foi acompanhada de alterações em governança corporativa para controlar os incentivos perversos que, previsivelmente, essa dependência de opções de ações poderia criar.

No Brasil, por sua vez, há um número crescente de estudos sobre governança corporativa. Dentre esses estudos, estão: (i) Backes et. al. (2009), cuja finalidade foi buscar evidências empíricas que corroborassem que a boa governança corporativa é benéfica para o desempenho das empresas; e (ii) Andrade et al. (2009), com objetivo de identificar a relação entre a composição do conselho de administração e valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Contudo, considerando a ausência de regulamentação quanto às informações públicas no Brasil relacionadas à remuneração dos executivos até 2010, havia poucos elementos que possibilitassem estudos quantitativos que correlacionassem tal remuneração com desempenho financeiro e consequente retorno para os acionistas.

A partir da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), as empresas de capital aberto passaram a ter a obrigatoriedade de divulgar a composição do pacote de

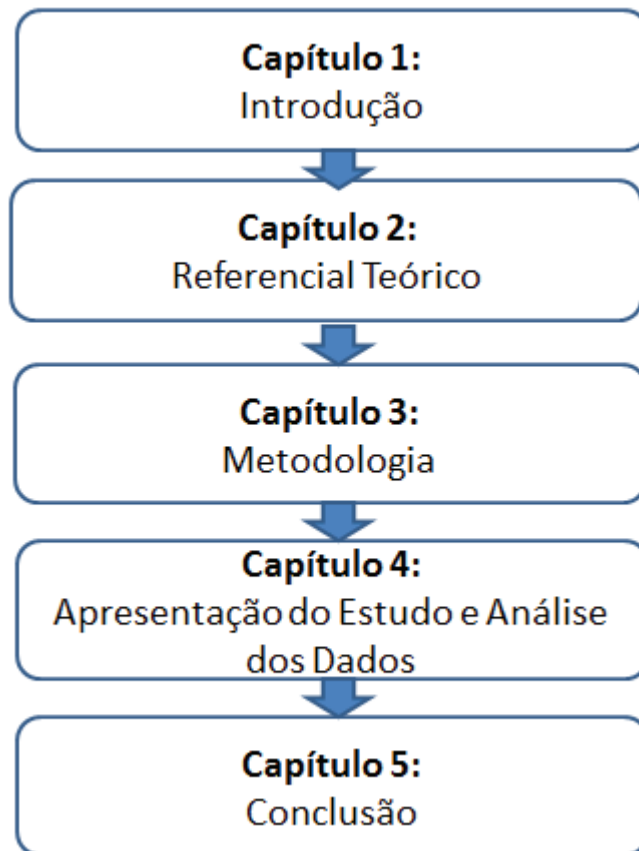
remuneração de seus executivos, viabilizando o acesso a informações necessárias para pesquisas relacionadas ao tema. A relevância deste estudo está na contribuição para a produção de conhecimento no âmbito da governança corporativa no Brasil, mais especificamente na discussão do conflito de agente-principal, como forma de ampliar as análises acerca da associação entre os pacotes de remuneração e o desempenho das empresas. Contudo, diferentemente dos EUA, no Brasil não foram identificados, durante a fase de pesquisa bibliográfica, estudos quantitativos que associassem os pacotes de remuneração de agentes com os resultados financeiros e o retorno para os acionistas. Apesar de ainda haver um mercado com características diferentes do mercado americano, analisar estatisticamente a remuneração dos agentes no Brasil fornecerá suas características para comparativo entre a prática brasileira de remuneração e a norte-americana.

Assim, a principal justificativa deste estudo foi identificar se, no caso brasileiro, há associação estatisticamente significativa entre a remuneração do agente e o desempenho das companhias, suprimindo a escassez de bibliografia nacional quantitativa sobre o tema.

1.3 Estrutura da Dissertação

Esse volume divide-se em cinco capítulos conforme demonstrado na Figura 1.

Figura 1 - Estrutura do Estudo



Fonte: Elaborada pela autora.

No primeiro capítulo, que ora finda, apresentou-se a contextualização do tema, os objetivos gerais e específicos, bem como a relevância do estudo.

No segundo capítulo, apresentam-se os fundamentos teóricos do estudo. O referencial teórico foi desenvolvido de acordo com uma linha de raciocínio que pretende demonstrar as principais características das empresas por ações no Brasil e da BM&FBOVESPA, a evolução dos estudos relacionados à Governança Corporativa, as discussões acerca do conflito de agência e a fundamentação dos indicadores de desempenho financeiros utilizados neste estudo.

No terceiro capítulo, estão apresentados os aspectos metodológicos, como o critério para escolha da base de dados para a pesquisa, plano de coleta e tratamento dos dados, plano de análise dos dados, onde serão explicitados os procedimentos adotados nas etapas de coleta de dados; e, por último, mas não menos relevantes as delimitações da pesquisa.

No quarto capítulo, apresentam-se os resultados e as análises realizadas com vistas a cumprir os objetivos de pesquisa, traçados no sentido de responder à questão problema.

Por fim, o quinto capítulo apresenta a conclusão sobre o estudo e as recomendações para estudos futuros. Apresenta também uma perspectiva da contribuição que o estudo pode trazer à academia, bem como às organizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, apresenta-se o referencial teórico desenvolvido neste estudo, o qual aborda os temas Sociedade por Ações ou Anônimas e a BM&FBOVESPA, Governança Corporativa e a Teoria de Agência, Remuneração dos Agentes e Indicadores de Desempenho Financeiro.

2.1 Sociedade por Ações e o Novo Mercado

A empresa é uma forma de organizar a atividade econômica de vários indivíduos, e há muitos motivos pelos quais tanta atividade econômica é realizada por empresas, e não por indivíduos. Há várias modalidades legais de organização de uma empresa (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007), mas considerando que este estudo depende de informações públicas, foca-se nas sociedades por ações de capital aberto.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007), a sociedade por ações, uma das formas de organização de empresas, é a mais importante, sendo a formação da sociedade por ações também mais complicada do que, por exemplo, uma firma individual ou uma sociedade por quotas. A sociedade por ações também é a com maior exigência de transparência de informações.

No Brasil, as sociedades por ações são regidas pela Lei 6.404 (BRASIL, 1976), alterada pela Lei 11.638 (BRASIL, 2007) e posteriores regulamentações. As principais características e natureza da Companhia ou Sociedade por Ações no Brasil de acordo com a Lei 6.404 (BRASIL, 1976), artigo 1º ao 4º, são:

- a) *características*: a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas;
- b) *denominação*: a sociedade será designada por denominação acompanhada das expressões *companhia* ou *sociedade anônima*, expressas por extenso ou abreviadamente, mas vedada a utilização da primeira ao final;
- c) *companhia*: aberta e fechada: para efeitos da Lei das Sociedades Anônimas no Brasil, a companhia é aberta ou fechada conforme os

valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

De acordo com a Lei 10.303 (BRASIL, 2001), a CVM poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especifica as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria. No *site* da CVM, é possível consultar Demonstrações Financeiras, Fatos Relevantes, Comunicados, entre outras informações importantes das empresas listadas na BM&FBOVESPA, os quais serão base para deste estudo.

A BM&FBOVESPA, por sua vez, é uma companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes. (BM&FBOVESPA, 2013c).

No ano de 2000, a BM&FBOVESPA criou uma listagem com três níveis de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, com ordem de exigência crescente. Os níveis 1 e 2 de Governança Corporativa (GC) e o Novo Mercado surgiram com o objetivo de melhorar o relacionamento entre as empresas e os investidores e impulsionar o mercado de capitais e a economia brasileira, além de reconhecer a importância da governança corporativa e destacar as empresas com maior transparência e melhores práticas. A adesão aos níveis de governança diferenciados é voluntária, via contrato entre as partes, em que as empresas se comprometem em atender a requisitos básicos determinados pela BM&FBOVESPA. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei 6.404 (BRASIL, 1976) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. (BM&FBOVESPA, 2013c).

A BM&FBOVESPA criou uma tabela comparativa com as principais diferenças entre Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Tradicional, reproduzida no Anexo A. O segmento de Novo Mercado possui características

que o tornam atrativo para este estudo. Esse é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados 1 e 2 destinam-se a empresas que já possuem ações negociadas na atual BM&FBOVESPA. Ainda, dentre os requisitos para a listagem no Novo Mercado, os mais relevantes são os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas, devendo ser emitidas exclusivamente ações ordinárias (ON), onde todos os acionistas têm direito a voto, bem como o compromisso das empresas, perante os investidores, de fornecer informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da companhia. De acordo com a BM&FBOVESPA, além do conjunto ainda mais amplo de práticas de governança, a principal inovação do Novo Mercado é justamente a proibição de emissão de ações preferenciais (PN). O novo mercado tem como premissa básica a valorização e a liquidez das ações que são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido aos acionistas e pela qualidade de informações que devem ser disponibilizadas periodicamente. Dentre as informações obrigatórias, estão os formulários de Informações Trimestrais (ITRs), Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e o Formulário de Referência (FR).

Conforme prevê a Lei 6.404 (BRASIL, 1976), as ações pela natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares são ordinárias e preferenciais ou de fruição e devem ser nominativas. As ações ordinárias proporcionam participação nos resultados da empresa e conferem ao acionista o direito de voto em assembleias gerais, ao passo que as preferenciais garantem ao acionista a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade. Entretanto, as ações preferenciais não concedem o direito de voto ou o restringem. (BM&FBOVESPA, 2013c). As ações de fruição, por sua vez, são aquelas que podem ser utilizadas para substituir ações integralmente amortizadas (ON ou PN). A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia.

2.2 Governança Corporativa e Teoria de Agência

De acordo com a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), a Governança Corporativa envolve um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. A governança corporativa também fornece a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e os meios para alcançar e monitorar os resultados pretendidos. A governança corporativa deve fornecer incentivos adequados para os gestores para alcançar os objetivos que estão nos interesses da empresa e de seus acionistas e deve facilitar o monitoramento eficaz. A presença de um sistema de governança corporativa eficaz ajuda a fornecer o grau de confiança necessário para o bom funcionamento do mercado de ações. (OCDE, 2004).

Contudo, a governança corporativa é apenas uma parte do grande contexto econômico no qual as empresas operam e que inclui, por exemplo, políticas macroeconômicas e o grau de concorrência nos mercados de produtos e de fatores de produção. O *framework* da governança corporativa depende ainda do ambiente jurídico, regulamentar e institucional. Além disso, fatores como a ética empresarial e a sensibilização das sociedades em relação aos interesses ambientais e sociais da comunidade em que a empresa se insere podem também afetar a sua reputação e o seu sucesso a longo prazo. (OCDE, 2004).

Embora algumas das questões relacionadas à governança corporativa existam desde Berle Jr. e Means (1932), o próprio termo anglo-saxão *corporate governance* não existia no idioma Inglês, até vinte anos atrás. Nas duas últimas décadas, no entanto, questões de governança corporativa tornaram-se importante não só na literatura acadêmica, mas também em debates de políticos e empresariais. (ZINGALES, 1997). Silva (2010) diz que foi nos anos 1950 que se começou a falar de governança corporativa, mesmo sem ainda se utilizar esse nome. Foi uma época marcada por conselhos inoperantes e com a presença forte do acionista controlador. Somente a partir da década de 1990 que o conceito de governança passou a ser mais conhecido. Durante esses anos, ela vem se firmando e alcançando a sua maturidade.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), apesar do tema da governança corporativa ser de importância prática, mesmo nas economias mais evoluídas, há muitas discussões sobre a qualidade dos mecanismos de governança existentes. Segundo os autores, alguns estudiosos fizeram avaliações muito otimistas do sistema de governança corporativa dos EUA, enquanto, por exemplo, Jensen (1993) acredita que o sistema de governança corporativa dos EUA é profundamente falho. Outra discussão abarcada por Shleifer e Vishny (1997) é de que os EUA, Alemanha, Japão e Reino Unido têm alguns dos melhores sistemas de governança corporativa no mundo, e as diferenças entre eles são pequenas quando comparadas a outros países menos desenvolvidos. De acordo com os autores, em países menos desenvolvidos, incluindo algumas das economias em transição, os mecanismos de governança corporativa são praticamente inexistentes.

Shleifer e Vishny (1997) concluíram que tanto a proteção jurídica dos investidores e algumas formas de propriedade concentrada são elementos essenciais para o sucesso do sistema corporativo e que grandes investidores parecem ser necessários para forçar os gestores a distribuir lucros. Esses investidores exigem pelo menos alguns direitos legais básicos, como o direito de voto ou o poder de executar garantias, como forma de exercer o seu poder sobre a gestão. no entanto, se os pequenos investidores são necessários para contribuir no financiamento dos negócios das empresas, eles também necessitam de proteção legal contra a expropriação, tanto pelos gestores ou pelas grandes investidores. Proteção jurídica e grandes investidores são complementares em um sistema de governança corporativa eficaz. (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os sistemas de governança corporativa bem-sucedidos, como nos EUA, Alemanha e Japão, dependem de uma combinação de propriedade concentrada e proteção jurídica aos investidores. Nos EUA, tanto os pequenos quanto os grandes acionistas são protegidos através de um extenso sistema de regras que busca assegurar os direitos das minorias, permite a fácil transferência de ações, prevê eleições de diretores e dá amplo poder aos acionistas de processar por violação dos direitos, inclusive por meio de ações coletivas. Na Alemanha, por sua vez, os credores têm fortes direitos, porém os direitos dos acionistas são legalmente fracos. Já o sistema de governança corporativa do Japão está no

meio termo entre os EUA e a Alemanha. De toda forma, tanto a Alemanha quanto o Japão desenvolveram um sistema financeiro forte e tem sido bem sucedidos em atrair investimentos. (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

La Porta et al. (1999), por sua vez, argumenta que a abordagem jurídica é uma forma mais proveitosa para entender governança corporativa quando comparada à forma convencional, que discute as grandes diferenças entre os países, a concentração da propriedade nas empresas de capital aberto, a amplitude e a profundidade dos mercados de capitais, políticas de dividendos e acesso das empresas ao financiamento externo. De acordo com La Porta et al. (1999), quando os direitos dos investidores, como os direitos de voto dos acionistas e a reorganização e liquidação de direitos dos credores são extensos e bem aplicados pelos órgãos reguladores ou tribunais, os investidores estão dispostos a financiar as empresas. No entanto, quando o sistema jurídico não protege os investidores externos, a governança corporativa e o financiamento externo não funcionam bem. Uma maneira de pensar sobre a proteção jurídica dos investidores externos é que ela torna as técnicas de expropriação menos eficazes. No extremo de não proteção dos investidores, os *insiders* podem roubar os lucros de uma empresa de forma perfeitamente eficiente. Sem uma forte reputação, nenhum investidor financiaria essa empresa. Contudo, quando a proteção dos investidores é robusta, o que a maioria dos *insiders* pode fazer é pagar mais a si mesmos, colocar parentes em gestão e realizar projetos de estimação (*pet projects*). Contudo com a melhora nas leis que regem a governança corporativa e as relações entre o principal e o agente, o que restará será o retorno aos acionistas, por exemplo, por meio de pagamento de dividendos ou aumentando o valor da empresa. (LA PORTA et al., 1999).

Os mecanismos da governança corporativa são instituições econômicas e legais que podem se alterar através do processo político. Contudo, alguns podem ter uma visão de que não há necessidade de se preocupar com reformas de governança, já que a competição de mercado, a longo prazo, forçaria as empresas a minimizar custos, e como consequência, as empresas seriam forçadas a adaptar suas regras, incluindo os mecanismos de governança corporativa, o que lhes permitiria captação de recursos externos com menor custo. Nessa perspectiva da mudança econômica, mencionada por Shleifer e Vishny (1997), a concorrência cuidaria da governança. Contudo, para esses

autores, a governança corporativa é uma perspectiva simples da teoria de agência, a qual é referida como a separação entre propriedade e controle. Portanto, a governança corporativa necessita de regras, transparência e controles, pois deixando os mercados financeiros por si só não é uma boa maneira de incentivá-los.

De acordo com a OCDE (2004), a governança corporativa é afetada pelas relações entre os participantes no sistema de governança. Os acionistas dominantes, que poderão ser pessoas singulares, empresas familiares, membros de sindicatos de bloqueio ou outras empresas que operem através de uma *holding* ou de participações cruzadas, que possam influenciar significativamente o comportamento da sociedade. Enquanto detentores de participações societárias, os investidores institucionais de alguns mercados exigem, cada vez mais, uma voz na governança corporativa das sociedades. Embora os acionistas individuais não procurem normalmente exercer os seus direitos de participação na governança das sociedades, poderão estar muito preocupados com a obtenção de um tratamento equitativo por parte dos acionistas dominantes e dos gestores. Os credores desempenham um papel importante em alguns sistemas de governo societário e podem atuar como controladores externos do desempenho das sociedades. Os trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes desempenham um papel importante ao contribuírem para o desempenho e sucesso a longo prazo da empresa, ao passo que os governantes estabelecem o enquadramento institucional e legislativo geral da governança corporativa. (OCDE, 2004).

A governança corporativa proporcionará aos proprietários (acionistas ou cotistas) gestão estratégica da empresa e monitoração da direção executiva. Ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. A empresa que opta pelas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. (IBGC, 2003).

De acordo com La Porta et al. (1999), aprimorar a governança corporativa é uma tarefa difícil, pois, em parte, a natureza da proteção aos investidores e a regulação dos mercados financeiros está profundamente enraizada na estrutura legal de cada país e na origem de suas leis. Os arranjos

de governança corporativa existentes beneficiam tanto os políticos e os interesses econômicos arraigados, incluindo os das famílias que controlam as maiores empresas na maioria dos países.

Silva (2010), por sua vez, comenta que a discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Esses registros decorrem do problema de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual são contratados. Dessa forma, o entendimento do problema de governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição. Conforme já mencionado neste estudo, Jensen, Murphy e Wruck (2004) já afirmavam que os pacotes de remuneração de executivos bem elaborados podem mitigar problemas de agência, alinhando interesses de gestores e acionistas. A boa regulamentação (LA PORTA et al., 1999), a participação ativa dos conselheiros de administração na gestão dos negócios, auditorias e conselho fiscal também são fatores de minimização dos conflitos de agência. (CVM, 2002).

Conforme o exposto, pode-se assumir que a teoria da agência é a teoria dominante na orientação da investigação organizacional em relação à remuneração por desempenho. Jensen e Meckling (1976) mencionam que, embora a literatura da economia seja repleta de referências à Teoria da Firma, os materiais geralmente subsumidos sob esse título não são realmente uma Teoria de Firma, mas uma teoria dos mercados em que as empresas são atores importantes. A empresa é uma *caixa preta* operacional cunhada de modo a atender as condições marginais relevantes em relação a entradas e saídas, o que maximiza os lucros, ou mais precisamente, a valor presente. No período das pesquisas de Berle Jr. e Means (1932) e mesmo de Jensen e Meckling (1976), havia poucos estudos, ainda tentativos, que buscavam construir uma teoria para explicar como os objetivos conflitantes dos participantes individuais seriam equilibrados. Todavia, mais recentemente, conforme se observa dos estudos tais como de Zingales (1997), Coffee (2005) e Franco-Santos (2007), os debates populares e profissionais sobre a responsabilidade social das empresas, a

separação entre propriedade e controle e a onda de revisões da literatura sobre a Teoria da Empresa evidenciam a preocupação com essas questões.

Do conflito entre agente e principal surge também o que Jensen e Meckling (1976) definem como custos de agência. Os custos de agência são definidos como a soma de: (i) custos de monitoramento do comportamento do agente pelo principal; (ii) gastos do agente para demonstrar ao principal que seus atos estão alinhados com as expectativas do referido acionista; e (iii) gastos residuais. Na relação entre os acionistas e gestores, os custos de agência do tipo *perdas residuais* se manifestam de forma muito clara com algumas decisões não maximizadoras de riqueza tomadas pelos gestores, tais como a fixação de gastos pessoais excessivos (salários, benefícios corporativos), decisões relacionadas à implementação de projetos com base em gosto pessoal do gestor, designação de membros da família desqualificados para funções gerenciais e resistência à substituição de pessoas ou processos. De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a questão fundamental da governança corporativa é a forma de assegurar aos investidores o retorno sobre seu investimento financeiro, sendo que sua pesquisa comenta que o problema de agência é sério e que as oportunidades para os gestores fugirem com os fundos de investidores ou desperdiçá-los em *pet projects* são abundantes e bem documentadas.

Todavia, os principais problemas de agência a serem enfrentados em cada país podem variar significativamente. La Porta et al. (1999) citam que, enquanto grandes empresas nos países anglo-saxões se caracterizam por uma estrutura de propriedade dispersa, a grande maioria das empresas nos demais países distinguem-se por uma estrutura de propriedade concentrada, com a figura marcante de um acionista controlador ou bloco de controle. Segundo Coffee (2005), o principal problema a ser enfrentado nos países com propriedade dispersa é a manipulação dos resultados como forma de aumentar a remuneração pessoal dos executivos. Já nos países com estrutura concentrada, o principal problema tende a ser a extração de benefícios privados do controle pelos acionistas majoritários, muitas vezes por meio de operações com partes relacionadas e outras formas de *self-dealing*.

O Brasil por sua vez tem por característica empresas de estrutura concentrada, mas a partir de 2003, e mais intensamente depois de 2005,

começou a surgir empresas com estrutura de propriedade pulverizada ou dispersa, sem a figura do acionista controlador ou de um bloco de controle definitivo. (BEDICKS, 2009). Aliada a esta mudança, a adoção de boa governança corporativa, incluindo sistemas de remuneração adequados, com o intuito de minimizar possíveis conflitos de agência, é cada vez mais tema de discussões nas empresas brasileiras. A estrutura de capital das empresas brasileiras não é item de análise neste estudo, mas a maior transparência em relação à remuneração do agente, pela exigência de divulgação prevista na Instrução CVM 480 (CVM, 2009), constitui um elo entre o presente estudo e o referencial teórico.

2.3 Da Remuneração de Agentes

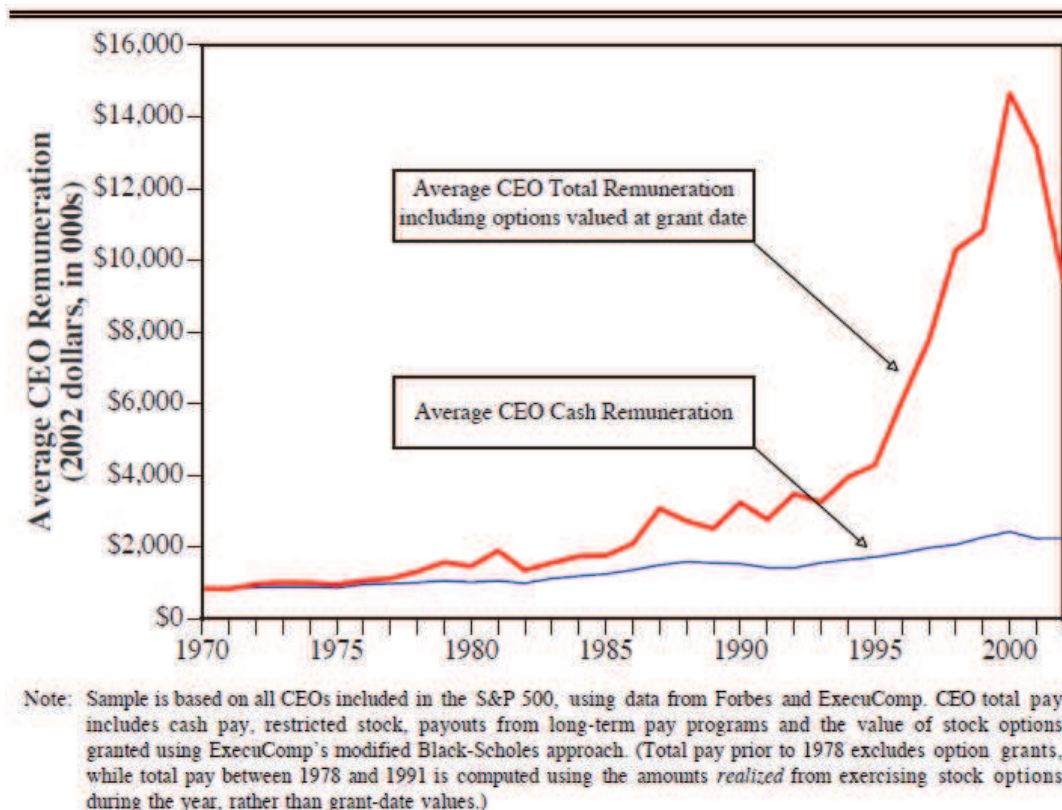
As mudanças fundamentais na economia global levaram a alterações nas práticas de remuneração de executivos. A remuneração para diretores executivos em grandes empresas dos EUA aumentou muito ao longo das últimas três décadas, impulsionada por uma explosão de concessões de opções de ações. Ao longo da década de 1970, os pacotes de remuneração dos executivos eram quase inteiramente constituídos de salários-base e bônus ligados a medidas de desempenho anuais e tiveram pouco incentivo para aumentar os preços das ações da empresa. Opções de ações executivas, populares na década de 1960, caíram em desgraça em 1970 após uma prolongada depressão no mercado de ações dos EUA. (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

Apesar de não haver grandes mudanças para planos de remuneração e de compensação no início de 1980, os executivos estavam sujeitos a uma pressão crescente do mercado pelo controle corporativo. As empresas com excesso de caixa se tornaram alvos de aquisições hostis por *forasteiros* esclarecidos, que procuram usar melhor o dinheiro. Gerentes de potenciais alvos, por sua vez, que tentavam frustrar tais aquisições, simultaneamente, por meio de dívidas adicionais alavancadas através de recapitalizações, tornando suas empresas alvos menos atraentes, criando valor através do compromisso de retornar o fluxo de caixa futuro para os acionistas. Contudo, a disponibilidade de alto rendimento da dívida também facilitou o surgimento de aquisições alavancadas, com o fechamento de capital pelos gestores e investidores depois

de pagar os atuais acionistas grandes prêmios por suas ações. Gestores dessas novas organizações, altamente alavancados, enfrentaram a disciplina da dívida e tiveram grandes participações, não negociáveis, que forneceram incentivos à criação de valor de longo prazo. Em contraste com as corporações tradicionais, de capital disperso, passivas e regidas, em função dos grandes painéis de administração compostos, principalmente de *insiders*, as novas empresas, recém-adquiridas, eram de propriedade e também geridas por investidores concentrados e ativos em criar sistemas de gestão inovadores que facilitassem ainda mais a criação de valor nos EUA. (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

Os referidos autores também mencionam que, embora as decisões judiciais e legislação praticamente tenham fechado o mercado de aquisição hostil nos EUA no final dos anos 1980, o foco renovado sobre a criação de valor para o acionista resistiu. Tornou-se evidente que os incentivos tradicionais de gestão focada no tamanho da empresa, estabilidade e lucratividade contábil destruíam em vez de criar valor para as empresas. Ainda nessa época, alguns acionistas e os acadêmicos passaram a demandar cada vez mais que a remuneração dos executivos estivesse ligada à geração de valor para a empresa, ou seja, que fosse cada vez mais baseada em opções de ações e outras formas de incentivo com base no patrimônio. A Figura 2 mostra as evidências do estudo de Jensen, Murphy e Wruck (2004), pelas quais a remuneração em dinheiro continuou a crescer em termos reais; mas, depois de meados dos anos 1990, tornou-se uma pequena parte do pacote de remuneração total.

Figura 2 - Remuneração em Dinheiro e Remuneração Total Média por *Chief Executive Officer* (CEO) das Empresas na S&P 500, 1970-2002



Fonte: Jensen, Murphy e Wruck (2004).

Embora nos USA o debate sobre a remuneração do CEO tenha conseguido destaque na imprensa por anos, alcançou destaque internacional somente nos anos 1990. Esse debate se intensificou após inoportuna peregrinação do então Presidente George W. Bush ao Japão, em janeiro de 1992, acompanhado por uma comitiva de executivos dos mais bem pagos dos EUA. O que era para ser fundamento para concessões comerciais japonesas foi dissolvido em acusações de que a competitividade americana foi prejudicada por suas práticas de remuneração excessiva para executivos, como a atenção centrada nas disparidades salariais entre altos executivos dos dois países. A remuneração dos CEOs tornou-se uma importante questão política nos EUA, e os altos salários dos CEOs emergiram como um tema de campanha bipartidária entre os principais candidatos à presidência americana de 1992. (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

Estudos acadêmicos como de Jensen e Zimmermann (1985), Jensen e Murphy (1990), Jensen (1993), Hall e Liebman (1998) e Jensen, Murphy e Wruck

(2004) argumentaram em favor de que políticas de compensação adequadamente escolhidas poderiam desempenhar um papel importante no alinhamento dos interesses dos proprietários e gerentes. Dentre os resultados do estudo de Jensen e Zimmerman (1985) se verificou que a remuneração dos executivos estava positivamente relacionada com o desempenho do preço das ações, que planos de compensação de curto e longo prazo estariam associados com reações positivas nos preços das ações e que os gestores seriam menos propensos a fazer incorporações e aquisições que reduzissem preços de ações quando estes possuíssem mais ações da empresa. Contudo, Jensen e Murphy (1990) concluem que embora os bônus representavam 50 por cento do salário CEO, tais bônus eram concedidos de formas que não eram altamente sensíveis ao desempenho medido por mudanças no valor de mercado das ações, no lucro contábil ou vendas. Eles também concluem que a ausência de fortes pagamentos ou incentivos para CEOs baseados no desempenho é intrigante e apontam como hipótese para tal fato as forças políticas, que operam tanto no setor público quanto nas organizações, como limitadores para grandes recompensas por desempenhos excepcionais.

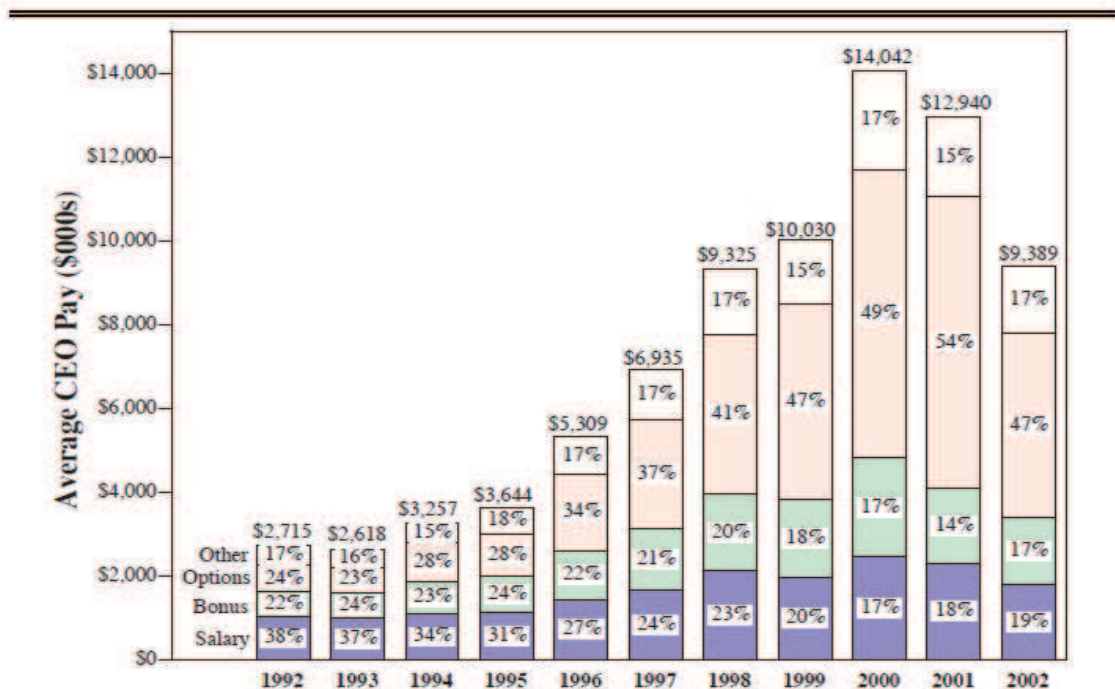
De acordo com Hall e Liebman (1998) o pacote de incentivos de desempenho para gestores de grandes empresas é uma questão extremamente importante. Para estes autores alinhar os incentivos dos executivos com os dos proprietários é o caminho mais direto para mitigar o problema de agência. Se não houver nenhuma ligação significativa entre salário do CEO e desempenho da empresa, é duvidoso que os trilhões de dólares em ativos de empresas públicas estejam sendo geridos de forma eficiente. Em seu estudo, Hall e Liebman (1998) concluem que tanto o nível de remuneração do CEO e da sensibilidade de remuneração do CEO com o desempenho das empresas aumentou significativamente ao longo dos últimos quinze anos (1980 a 1994), sendo que o grande aumento de prêmios de opções de ações e no valor das participações societárias durante este período aumentou dramaticamente a capacidade de resposta do CEO de pagar pelo desempenho da empresa. Ainda, os autores não consideraram que os contratos com pagamentos baseados em ações eram suficientemente fortes ou eficientes, mas acreditavam que sua conclusão contradizia a afirmação de Jensen e Murphy (1990) de que os contratos

de CEO eram extremamente ineficientes por haver pouca correlação entre desempenho e remuneração.

Assim, apesar do aumento do uso de pacotes de remuneração que se baseavam em ações durante a década de 1990, preocupações quanto à sua eficácia também ganharam espaço nas discussões internacionais. A percepção de uma desconexão entre salário e desempenho e a criação de incentivos perversos serviram de base para estudos acadêmicos tais como o já mencionado de Jensen, Murphy e Wruck (2004), mas também Brown e Caylor (2004), Coffee (2005) e Franco-Santos (2007).

A Figura 3 mostra a composição e o nível salarial dos CEOs em empresas da S&P 500 de 1992-2002 (salários – azul; bônus – verde; opções em ações – rosa escuro e outras – rosa claro), ajustados pela inflação em dólares. Em 1992, o salário-base representava 38% do pacote de remuneração, ao passo que as opções de ações foram responsáveis por 24% da remuneração. Em 2000, ano de pico do salário, apenas 17% da remuneração era de salários-base, ao passo que as opções de ações eram responsáveis por quase metade do salário. (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

Figura 3 - Remuneração Média por CEO das Empresas da S&P 500, 1992-2002



Note: Average pay levels (in 2002-constant dollars) based on ExecuComp data for S&P 500 CEOs. Total remuneration (indicated by bar height) defined as the sum of salaries, bonuses, benefits, stock options (valued on date of grant using ExecuComp's modified Black-Scholes formula), stock grants, and other compensation.

Fonte: Jensen, Murphy e Wruck (2004).

De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), a remuneração dos executivos nos EUA disparou nos últimos 30 anos, impulsionada em grande parte pelo aumento dos subsídios dos prêmios de opção. A identificação dos prêmios de opções como uma das principais causas da escalada das remunerações não explica a própria escalada das remunerações, apenas modifica a pergunta para: por que a componente opção no pacote de remuneração aumentou de forma tão dramática? Segundo os autores, duas possíveis explicações são aparentes. Primeira, o aumento na remuneração com base em opções pode refletir o maior foco em compensação que se baseia em ações como defendido na época por grupos de acionistas e pesquisadores acadêmicos. Jensen, Murphy e Wruck (2004) mostraram que os CEOs de grandes empresas foram pagos principalmente para aumentar o tamanho de suas organizações, receberam pequenas recompensas para um desempenho superior, penalidades ainda menores para as falhas, e que os componentes de bônus da remuneração apresentaram muito pouca variabilidade. Segunda, o aumento pode refletir mudanças contemporâneas nas regras de divulgação e fiscais que reforçam ligações mais fortes entre o desempenho das ações e remuneração dos executivos.

Coffee (2005), por sua vez, discutiu a concentração repentina de escândalos financeiros corporativos, o que, segundo o autor, a própria sabedoria convencional explica esses escândalos como uma consequência da bolha no mercado de ações. Em suma, quando a bolha estourou, seguiram-se escândalos, e uma fase de novas regulamentações que produziu a Lei Sarbanes-Oxley em 2002. De acordo com o estudo de Coffee (2005), mundialmente, a bolha do mercado de ações estourou em 2000 e, em termos percentuais, a queda foi maior em países europeus do que nos Estados Unidos. Na Europa, o declínio repentino do mercado não foi associado às irregularidades financeiras que abalaram a economia dos EUA. Segundo o autor, republicações de demonstrações financeiras são raras na Europa, porém, em contraste, os estudos demonstraram que, nos EUA, ocorreu uma crescente aceleração de republicações das demonstrações financeiras. Simplificando, a remuneração dos executivos mudou abruptamente nos EUA durante a década de 1990, passando de um sistema que se baseia em dinheiro para um sistema com base em retorno sobre o patrimônio. Nessa mudança, não houve qualquer alteração nas regras

de governança corporativa para controlar os incentivos perversos que a remuneração em opções de ações pode criar. (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004). De acordo com Coffee (2005), quando a remuneração do CEO é com opções de ações se criam incentivos para a manipulação financeira de curto prazo, bem como economistas financeiros encontraram uma forte correlação estatística entre os níveis mais elevados de remuneração em ações, os gerenciamentos de resultados e as republicações das demonstrações financeiras.

Já Franco-Santos (2007) analisou o impacto do uso de medidas de desempenho, financeiras e não financeiras, de incentivos dos executivos sobre o desempenho da empresa, no contexto de 132 sociedades pró-ações públicas e privadas com base no Reino Unido. A pesquisa também investigou os efeitos de interação de dois controles internos de gestão: (i) qualidade das variáveis de desempenho; e (ii) eficácia do sistema de recompensa. Também contemplou a análise de três de variáveis contextuais, quais sejam: (i) risco do negócio; (ii) estrutura de propriedade; e (iii) cultura organizacional. O estudo concluiu que o uso da diversidade de medidas no sistema de incentivo anual dos executivos afeta negativamente o retorno sobre o ativo (ROA) e o crescimento anual de vendas. O efeito também foi negativo quando o desempenho da empresa foi medido pelo grau em que os objetivos de negócio são alcançados, apesar de essa associação negativa não ter sido estatisticamente significativa. Ainda, o estudo constatou que o risco do negócio e a cultura organizacional são fatores que moderam a relação entre o uso da diversidade de medidas nos sistemas de incentivos anuais dos executivos e o desempenho da empresa. Contudo, a estrutura de propriedade, a qualidade percebida de medidas de desempenho e o sistema de recompensa, percebidos eficazes, são fatores que não tiveram efeito sobre essa relação. A conclusão geral do estudo de Franco-Santos (2007) foi que o uso de medidas de desempenho não financeiras, além de medidas de desempenho financeiro, na determinação dos incentivos anuais de executivos pode ser prejudicial para o desempenho organizacional. No entanto, o efeito negativo do uso de multicritério para as medidas de desempenho em incentivos dos executivos não é universal, ou seja, não afeta todas as organizações em todas as circunstâncias. Pelo estudo, as organizações que operam em ambientes de alto ou baixo risco de negócios e organizações que têm clã ou

valores culturais de adhocracia encontrarão benefícios no uso da diversidade de medidas para a definição dos incentivos aos executivos.

Charam (2010) menciona que, diante do contexto da crise financeira global, as metas dos executivos precisam ser revistas. Ainda, questiona qual o equilíbrio entre metas de curto e longo prazo e quais as melhores formas de remuneração para os executivos. Também menciona que o comitê de remuneração precisa lidar com o mix de pagamento fixo e variável, considerando que o valor de mercado das ações de capital, além de ser muito volátil, também é menos sujeito ao controle da administração do que o desempenho intrínseco da empresa. Toda essa discussão, muito embora já existente em estudos seminais, tais como o de Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Meckling (1976), Jensen (1993) e Hall e Liebman (1998), tem como pano de fundo a crise financeira global e também problemas de agência recentes com repercussão mundial, tal como o Caso Jack Welch – GE (2002) no qual dois pontos chamam atenção: o papel do Comitê de Remuneração na aprovação de tal plano de benefícios e não divulgação de seu teor aos acionistas (e proprietários) da companhia.

No Brasil, o Código do IBGC (2013) recomenda que a remuneração total da diretoria deva estar vinculada a resultados, com metas relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a empresa. Neste contexto, as empresas deveriam ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração aos gestores, incluindo eventuais incentivos de longo prazo pagos em ações ou nelas referenciados. Ainda, ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração. A remuneração dos diretores deve ser divulgada individualmente ou, ao menos, em separado do montante relativo ao conselho de administração e demais órgãos de gestão. (SILVEIRA, 2006). Silva (2010) menciona que, no Brasil, existe uma crescente preocupação com o processo de melhoria contínua da qualidade com referência às informações inseridas nos relatórios, sejam eles gerenciais, anuais, ou de outros tipos. Dessa forma, aumenta a transparência da gestão da empresa, subsidiando o acionista e o público em geral com maior volume de informações. Nesse sentido, o Brasil conta com a Lei 11.638 (BRASIL, 2007), a qual propôs mudanças na elaboração e divulgação das demonstrações contábeis, sendo um de seus objetivos aumentar a transparência para com os

acionistas e mercado. Nesse contexto, foi somente em 2008, em uma iniciativa considerada inédita no Brasil, que a Usiminas divulgou a remuneração dos administradores em seu relatório anual. Já em 2009, a CVM lançou a Instrução CVM 480 (CVM, 2009), nome oficial daquela que ficou conhecida como *nova 202*, referência à principal norma reformada. A Instrução CVM 480 (CVM, 2009), a *SOX Brasileira*, revogou 16 instruções, 3 deliberações e alterou 28 normas de mercado, trazendo como uma das principais mudanças o aumento do nível de informações prestadas pelas companhias. Dentre as alterações, está a exigência da divulgação da composição dos pacotes de remuneração dos administradores (agentes) a partir de 2010, inclusive.

Enquanto no Brasil são dados os primeiros passos no sentido de divulgar as informações relativas à remuneração dos agentes, nos EUA, em janeiro de 2011, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) emitiu regras para a execução da seção 951 da Lei Dodd-Frank, a qual estabelece requisitos para votação consultiva em assembleia geral pelos acionistas das empresas públicas americanas. Um dos itens que passaram a ser votados de forma consultiva é o pacote de remuneração dos agentes de cada companhia denominado como *say-on-pay* (SOP). A votação SOP visa aprovar a compensação paga por uma empresa para seus diretores estatutários, sendo puramente consultiva para as empresas, não as obrigando a mudar o salário ou as políticas de remuneração. É evidente, no entanto, que se um número significativo de acionistas desaprovarem a compensação do agente, as empresas terão de tomar alguma ação. Poder-se-ia, então, considerar a possibilidade de não submeter as remunerações dos agentes a votações muito frequentes, mas a periodicidade das votações também deverá ser determinada pela empresa e submetida à votação consultiva. Os resultados das votações, para todos os assuntos submetidos à votação consultiva dos acionistas, incluindo os resultados do voto SOP deverão ser divulgados em um formulário S-K dentro de quatro dias úteis após a reunião de acionistas. De acordo com Nathan, Barral e Chung (2011), a temporada de assembleias de 2011 expôs problemas fundamentais com políticas de remuneração por desempenho dos agentes das companhias de capital aberto americanas. Dentre as lições aprendidas da primeira SOP pelas empresas públicas, durante o balanço de 2011, incluem: rever o que aconteceu com os seus votos de SOP e as razões do resultado obtido; avaliar se e como a

remuneração dos executivos foi alinhada com o desempenho financeiro da empresa; e pensar em como explicar esse alinhamento aos acionistas (NATHAN; BARRAL; CHUNG, 2011).

No Brasil, a partir da já mencionada Lei 11.638 (BRASIL, 2007) e da Lei 11.941 (BRASIL, 2009), estabelece-se a previsão de que devem ser reconhecidas, como despesas ou participações, as remunerações com base em ações liquidadas com instrumentos patrimoniais (por exemplo, ações ou opções de compra de ações) ou em dinheiro, bem como as aquisições de bens e serviços com as mesmas características. Ou seja, a partir da implementação do IRFS, o Brasil deu um passo importante no sentido de ter maior transparência em relação ao reconhecimento e registro das remunerações dos agentes de empresas obrigadas à divulgação de suas Demonstrações Financeiras (DF).

A análise quantitativa das remunerações de agentes no Brasil, similar à demonstrada na Figura 3, ainda não está disponível. Apesar de haver um mercado que por hipótese possui características diferentes do mercado Americano, conhecer a estatística descritiva da remuneração dos agentes no Brasil trará novos elementos para estudos acadêmicos e discussões sobre a prática brasileira de remuneração.

2.4 Indicadores de Desempenho Financeiro

Medidas de desempenho financeiro indicam se a estratégia da empresa, sua implementação e suas execuções estão contribuindo para a melhoria do fluxo de caixa. Metas financeiras típicas têm a ver com rentabilidade, crescimento e valor para o acionista. (KAPLAN; NORTON, 1992). Os indicadores contábeis-financeiros informam acerca do grau de atingimento do retorno sobre os recursos investidos, que é uma das principais razões de ser das empresas com fins lucrativos. Além disso, fornecem subsídios ao processo decisório, no que tange à alocação de recursos escassos e à premiação dos funcionários. (CARNEIRO; SILVA, 2010). Os indicadores de valor de mercado são complementares aos indicadores de retorno sobre recursos investidos, fornecendo uma visão de como o mercado de capitais está vendo a avaliação de desempenho atual e futura da companhia. (SILVA, 2012).

Dentre os indicadores de desempenho contábeis-financeiros estão o índice de liquidez, o de endividamento e o de rentabilidade, os quais representam indicadores que em geral são utilizados para medir a saúde financeira das empresas. Os indicadores de mercado de capitais visam fornecer o valor de mercado da empresa, correlacionando o valor de negociação no mercado com lucro, fluxo de caixa ou valor patrimonial da ação. (SILVA; 2012).

2.4.1 Índice de Liquidez

Compreender a capacidade de pagamento de uma empresa é uma das preocupações principais de analistas e credores e os índices de liquidez visam fornecer um indicador da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades. (SILVA, 2012). As medidas mais usadas de liquidez contábil são os índices de liquidez geral, corrente e seca. (SILVA, 2012; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009). Esse indicador está relacionado ao tema deste estudo, pois se a empresa tiver dificuldade de honrar seus compromissos, isso afetará diretamente o principal (acionista).

A liquidez geral indica quanto a empresa possui de dinheiro, bens e direitos realizáveis a curto e longo prazo, para fazer face às suas dívidas totais. (SILVA, 2012). O índice de liquidez corrente, por sua vez, é calculado dividindo os ativos circulantes pelos passivos circulantes. Se estiver passando por dificuldades financeiras, uma empresa poderá ser incapaz de pagar suas contas dentro do prazo apropriado, ou poderá ser obrigada a prorrogar seu crédito bancário. Em consequência, os passivos circulantes podem se elevar mais rapidamente do que os ativos circulantes, fazendo cair o índice de liquidez corrente. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009). Já o índice de liquidez seca é determinado subtraindo-se os estoques dos ativos circulantes e dividindo-se a diferença pelos passivos circulantes. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

Para fins deste estudo, serão utilizados os índices de liquidez geral e liquidez corrente que, conforme os autores mencionados, são calculados pelas equações (1) e (2):

$$\text{Índice de Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativos Circulantes} + \text{Ativos de Longo Prazo}}{\text{Total dos Passivos}} \quad (1)$$

(Passivo de Curto Prazo + de Longo Prazo)

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativos Circulantes}}{\text{Passivos Circulantes}} \quad (2)$$

2.4.2 Quocientes de Endividamento

O quociente de endividamento é calculado dividindo-se o total de dívidas pelos ativos totais. Também podemos usar diversas outras maneiras de expressar o grau de utilização de capital de terceiros pela empresa, tais como o quociente entre capital de terceiros e capital próprio (grau de endividamento) e o multiplicador de capital próprio (ou seja, ativo total dividido por patrimônio líquido). Os quocientes de endividamento fornecem informação referente à proteção de credores contra insolvência e à capacidade de obtenção de financiamento adicional pelas empresas, tendo em vista o aproveitamento de oportunidades de investimento potencialmente atraentes.

O índice de endividamento e o multiplicador de capital próprio são calculados pelas equações (3) e (4) (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009):

$$\text{Índice de Endividamento} = \frac{\text{Total de dívidas (Passivo CP+Passivo LP)}}{\text{Total dos ativos}} \quad (3)$$

$$\text{Multiplicador de Capital Próprio} = \frac{\text{Total dos ativos}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (4)$$

O objetivo principal dos indicadores de endividamento é mensurar o nível de comprometimento dos ativos com os recursos de terceiros, bem como a relação com o total do capital próprio. Esses indicadores se relacionam com o estudo, pois permitem, por exemplo, avaliar se há relação entre a remuneração dos agentes e a geração de patrimônio ao acionista.

2.4.3 Índice Rentabilidade

Ross, Westerfield e Jaffe (2009) mencionam também que um dos atributos de mais difícil visualização e mensuração em uma empresa é sua rentabilidade. Dentre as formas de calcular a rentabilidade de uma empresa estão a margem de lucro, o retorno sobre os ativos e o retorno sobre o capital

próprio. As margens de lucro são calculadas dividindo-se os lucros pela receita operacional total e indicam desse modo os lucros como porcentagem da receita operacional total. A mais importante é a margem de lucro líquido, pois mede o percentual de lucro líquido que conseguiu obter em relação ao seu faturamento. Em geral, as margens de lucro refletem a capacidade de uma empresa fazer um produto ou prestar um serviço a custo baixo ou a preço elevado. As margens de lucro não são medidas diretas de rentabilidade porque se baseiam na receita operacional total e não no investimento efetuado em ativos pela empresa ou pelos acionistas. As empresas comerciais tendem a ter margens estreitas; e as empresas prestadoras de serviços tendem a apresentar margens elevadas. De toda forma, esse é um indicador classicamente utilizado para medir a eficiência operacional e também o retorno aos acionistas. Portanto, também se vincula nesse ponto com o propósito deste estudo.

A equação de cálculo da margem líquida é assim apresentada (IUDÍCIBUS; MARION, 2011):

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad (5)$$

Outras medidas comuns de desempenho financeiro são o retorno sobre o ativo, o qual indica a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais representados pelo ativo total médio e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), que representa a capacidade da empresa de gerar valor a ela mesma ou a seus acionistas. (SILVA, 2012). As expressões de cálculo do retorno líquido sobre os ativos (6) e (7) e sobre o patrimônio líquido (8) são (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009):

$$\text{Retorno Líquido sobre Ativos (ROA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo total (médio)}} \quad (6)$$

$$\text{Retorno Bruto sobre Ativos} = \frac{\text{Lucro antes de juros e impostos}}{\text{Ativo total (médio)}} \quad (7)$$

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio Líquido (médio)}} \quad (8)$$

Um dos aspectos mais interessantes do retorno sobre os ativos (ROA) pode ser expresso em termos da margem de lucro e do giro do ativo. Ross,

Westerfield e Jaffe (2009) citam que as empresas podem aumentar o ROA elevando suas margens de lucro ou o giro de seus ativos. Evidentemente, a concorrência limita sua capacidade de fazer as duas coisas ao mesmo tempo. Contudo, o ROE demonstra o retorno para o acionista. Ou seja, é importante para o acionista que não somente o ROA seja favorável, mas também o ROE, pois assim ficará demonstrado que está sendo gerado valor para o acionista e não unicamente retorno sobre os ativos em decorrência de incremento nos passivos.

2.4.4 Valor de Mercado

A oferta e procura por determinada ação é quem influencia o processo de valorização ou desvalorização de uma ação e estão relacionadas ao comportamento tanto dos preços históricos (e, principalmente) às perspectivas futuras de desempenho da empresa. (BM&FBOVESPA, 2013c). Contudo, o valor de mercado de uma empresa por si só pode demonstrar exclusivamente seu tamanho em relação a outras companhias e, portanto, para extrair informações de mercado de uma empresa independente de seu tamanho, são utilizados índices tais como o Índice de Preço/Lucro e o índice de Valor de Mercado/Valor do Patrimônio e Índice Q de *Tobin*. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

Para este estudo, utilizou-se o índice de Valor de Mercado/Valor do Patrimônio (P/VPA) que é o resultado da divisão do preço de mercado da ação ON pelo valor contábil da ação ON e é representado pela equação (9) (SILVA, 2012):

$$P/VPA = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação ON}}{\text{Patrimônio Líquido por Ação ON}} \quad (9)$$

Esse referencial teórico trouxe como principais conceitos a governança corporativa e o conflito de agência. Nesse contexto, os pacotes de remuneração dos agentes, quando bem elaborados, são vistos como ferramentas de mitigação dos referidos conflitos, alinhando os interesses dos acionistas e dos gestores. No Brasil, somente as empresas de capital aberto são obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras e divulgar a remuneração dos seus agentes, sendo o

segmento de Novo Mercado o que destaca as empresas com maior transparência e com maior exigência de práticas de governança corporativa.

Os indicadores de desempenho, por sua vez, são medidas que indicam se a estratégia da empresa, sua implementação e execução geram retorno para os acionistas. Portanto, uma vez que a gestão das empresas é função dos agentes, espera-se que sua remuneração esteja associada ao retorno para os acionistas.

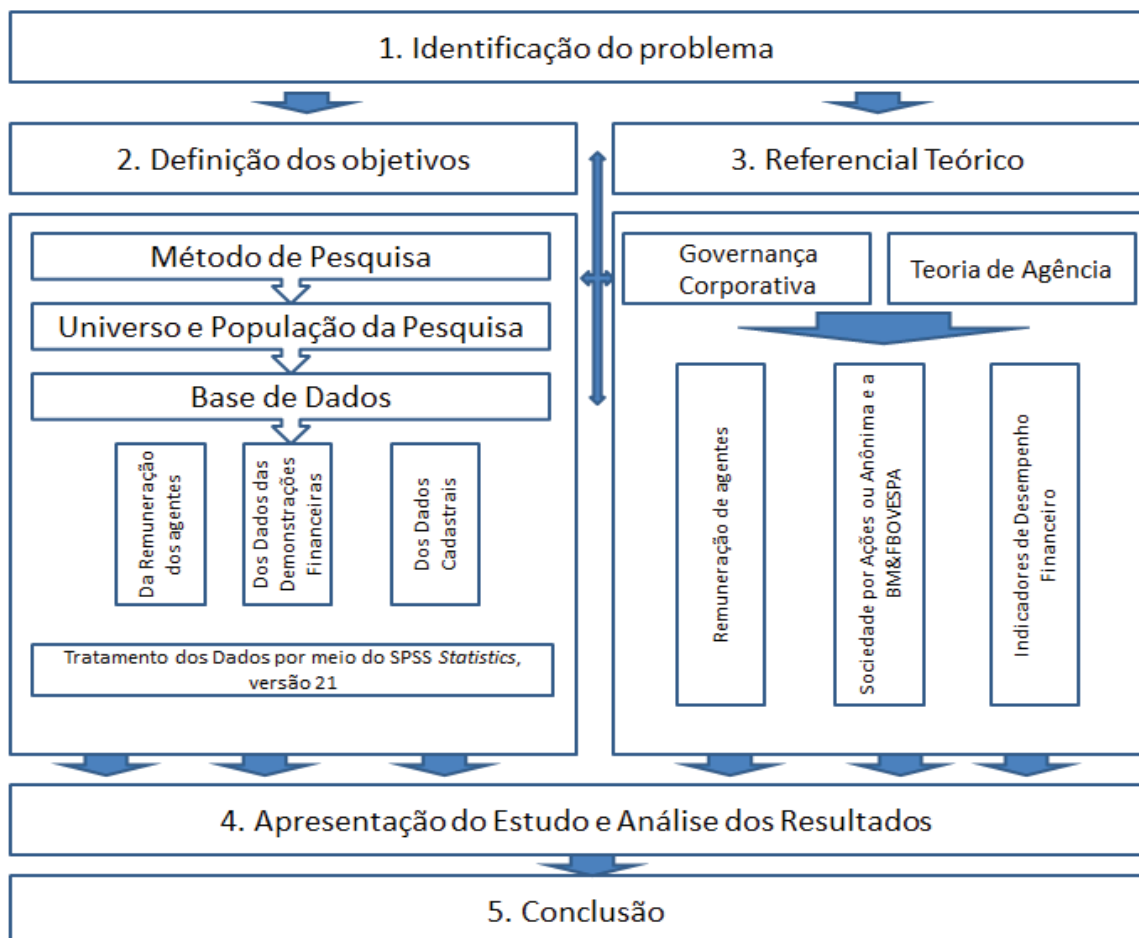
No capítulo seguinte, aborda-se a metodologia de pesquisa a ser utilizada, cujo objetivo é apoiar a pesquisa e gerar as respostas ao problema apresentado.

3 METODOLOGIA

A pesquisa é um meio de construir conhecimento através da investigação para solucionar um problema, onde se faz ciência (fim) da pesquisa (processo) com a utilização de métodos (caminhos). (LOMBARDI, 2000). Os métodos, conjunto de atividades sistêmicas que permitem alcançar o conhecimento válido (LAKATOS; MARCONI, 1991) e replicável, auxiliam na construção de uma representação adequada de questões a serem estudadas. Sendo assim, este capítulo descreve a metodologia utilizada neste estudo a fim de alcançar os objetivos descritos.

Para alcançar os objetivos propostos nesta pesquisa, foi adotado um método de trabalho para a coleta e consolidação das informações necessárias para análise e conclusão da mesma. O método proposto está dividido em etapas que se organizam e delimitam a pesquisa, conforme demonstrado na Figura 4.

Figura 4 - Método de Trabalho



Fonte: Elaborada pela autora.

3.1 Método de Pesquisa

A pesquisa a ser realizada é de abordagem quantitativa. Nos estudos organizacionais, conforme cita Terense (2006), a pesquisa quantitativa possibilita a mensuração de opiniões, reações, hábitos e atitudes em um universo, por meio de uma amostra que o represente estatisticamente. As características principais dos estudos quantitativos são (TERENSE, 2006):

- a) obedecer a um plano preestabelecido, com o intuito de enumerar ou medir eventos;
- b) utilizar a teoria para desenvolver as hipóteses e as variáveis da pesquisa;
- c) examinar as relações entre as variáveis por métodos experimentais ou semi experimentais, controlados com rigor;
- d) empregar, geralmente, para a análise dos dados, instrumental estatístico;
- e) confirmar as hipóteses da pesquisa ou descobertas por dedução, ou seja, realiza previsões específicas de princípios, observações ou experiências;
- f) utilizar dados que representam uma população específica (amostra), a partir da qual os resultados são generalizados;
- g) usar, como instrumento para coleta de dados, questionários estruturados, elaborados com questões fechadas, testes e *checklists*, aplicados a partir de entrevistas individuais, apoiadas por um questionário convencional (impresso) ou eletrônico.

As divergências entre as abordagens qualitativa e quantitativa refletem diferentes epistemologias, estilos de pesquisa e formas de construção teórica. Convém reiterar, no entanto, que os métodos quantitativos e qualitativos, apesar de suas especificidades, não se excluem. Todavia, para este estudo, optou-se pela abordagem quantitativa a partir de dados secundários. Os dados secundários são aqueles que já foram coletados, tabulados, ordenados e, às vezes, até analisados com outros propósitos, mas que estão à disposição do pesquisador, como aqueles provenientes, por exemplo, da internet, dos bancos

de dados, publicações, instituições governamentais ou regulatórias, a própria empresa. (MATTAR, 1999).

Para fins deste estudo quantitativo, foram utilizados os dados secundários, obtidos por meio de coleta manual, realizada nos Formulários de Cadastro, de Demonstrações Financeiras Padronizadas e de Referência disponíveis no *site* da CVM. De acordo com Malhotra (2012), e já mencionado anteriormente, devido aos dados secundários terem sido coletados para fins diversos do problema em pauta, poderia haver desvantagens tais como de inexatidão, desatualização e confiabilidade. Portanto, com a finalidade de mitigar tais riscos envolvidos na utilização de dados secundários, a coleta foi de dados oficiais, públicos, atualizados, regulamentados e padronizados, obtidos de fonte confiável, qual seja, a CVM.

Uma vez definido o tipo da pesquisa e o enfoque do estudo (quantitativo), bem como a natureza dos dados (secundários), apresenta-se o universo e a população da pesquisa.

3.2 Universo, População e Amostra da Pesquisa

O universo da pesquisa compreende empresas listadas na BM&FBOVESPA (2013a) no segmento de Novo Mercado. A população é representada pela totalidade dos registros anuais das empresas listadas (ativas) no segmento de Novo Mercado no período de 2008 a 2012. A análise foi censitária, de modo que não é relevante mencionar o termo amostra, dado que ela é a própria população. Da mesma forma, não é relevante estimar erro amostral, ainda que desvios possam existir sobre os dados em função de lançamentos ausentes. A coleta foi realizada entre os meses de julho a outubro de 2013.

Conforme mencionado os dados pesquisados são relativos aos anos de 2008 a 2012 em decorrência de: (i) início da convergência às normas internacionais de contabilidade; e (ii) vigência da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), a qual, em seu Anexo 24, prevê que a informação a ser reportada é a remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e a prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal. Ademais, é relevante mencionar que o

artigo 67 da referida Instrução CVM 480 (CVM, 2009) facultou a divulgação das informações relativas às remunerações de administradores relativas aos exercícios de 2007 e 2008.

A escolha do segmento de Novo Mercado justificou-se devido às empresas nele listadas estarem sujeitas a regras de governança corporativa, o que vincula a população selecionada ao referencial teórico base deste estudo. De acordo com a listagem de empresas no segmento de Novo Mercado, a população, por ano de listagem, está composta conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Quantidade de empresas listadas na BM&FBOVESPA, no segmento de Novo Mercado de 2008 a 2012

| Ano | Quantidade |
|------------|-------------------|
| 2008 | 102 |
| 2009 | 106 |
| 2010 | 113 |
| 2011 | 124 |
| 2012 | 127 |

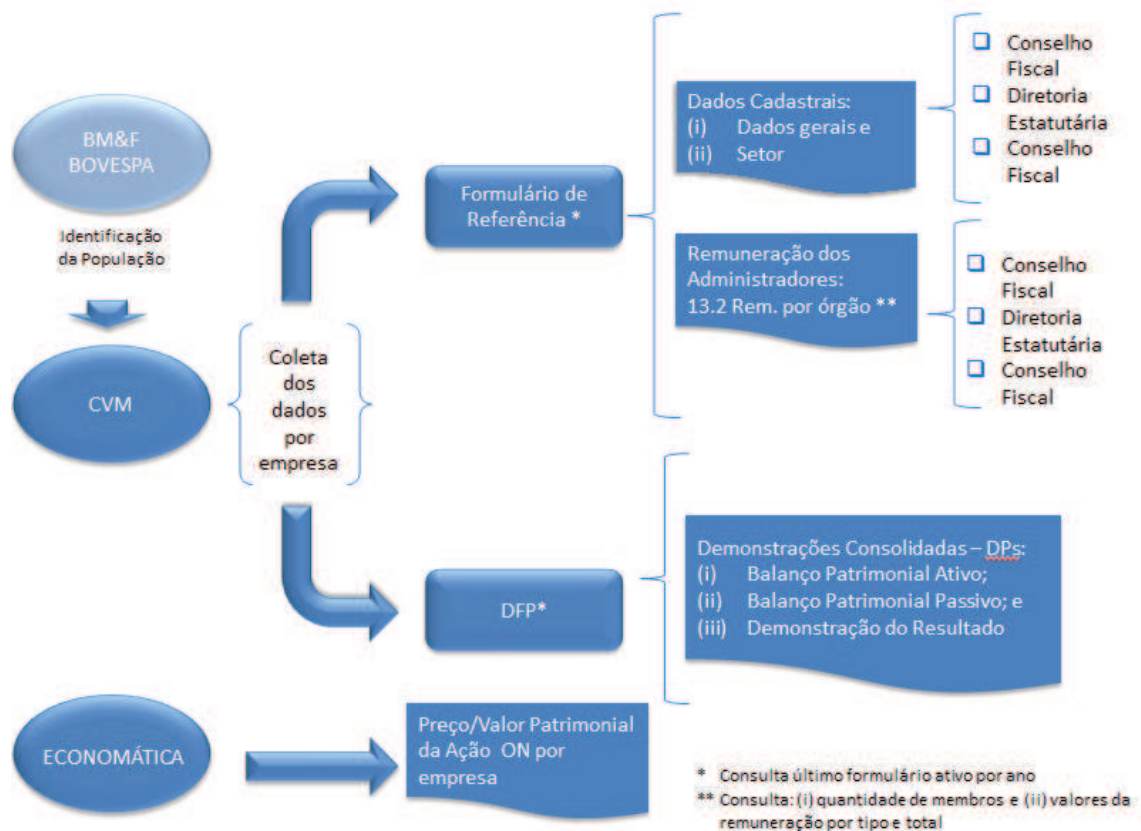
Fonte: Elaborada pela autora.

3.3 Da Coleta de Dados

Uma vez definido o universo, a população (amostra) e a fonte de informações, o protocolo de coleta para formação da base de dados foi elaborado considerando: (i) dados relativos à remuneração dos agentes; (ii) dados das demonstrações financeiras padronizadas e consolidadas; (iii) dados cadastrais; (iii) o cálculo dos indicadores de desempenho pelas expressões indicadas no referencial teórico relativo a indicadores de desempenho financeiro; e (iv) dados de preço/valor patrimonial da ação.

Os dados foram coletados por ano base, de 2008 a 2012, contemplando a população especificada e conforme demonstrado na Figura 5. A seguir, uma descrição dos dados coletados é apresentada.

Figura 5 - Coleta de Dados



Fonte: Elaborado pela autora.

3.3.1 Da Remuneração dos Agentes

A remuneração dos agentes para fins deste estudo foi segregada de acordo com as especificações do Anexo 24, item 13.2, da Instrução CVM 480. (CVM, 2009). Assim, os valores se referem à remuneração por órgão (conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal), reconhecida no resultado em cada exercício social e com o conteúdo classificado da seguinte forma:

- a) remuneração fixa anual;
- b) remuneração variável, segregada em:
 - bônus;
 - participação nos resultados;
 - remuneração por participação em reuniões;
 - comissões;
 - outros;

- c) benefícios pós-emprego;
- d) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo;
- e) remuneração baseada em ações.

Eventualmente, para melhor entendimento dos dados sendo coletados, foi acessado o formulário 13.11 - Remuneração Max, Mín. e Média da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), o qual é em forma de tabela e deve indicar, para os três últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal, segregado por órgão, o número de membros, a maior remuneração individual, a menor remuneração individual e o valor médio da remuneração individual.

3.3.2 Dos Dados das Demonstrações Financeiras Consolidadas

De acordo com o artigo 21 da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), o emissor deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM, na rede mundial de computadores, dentre as informações periódicas, o formulário de DFP. Esse formulário é documento eletrônico que deve ser preenchido com os dados das demonstrações financeiras elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor (empresa listada), nos termos dos artigos 25 a 27 da referida Instrução CVM 480. (CVM, 2009). Portanto, desse formulário foram obtidos dados do balanço patrimonial, demonstrativo de resultado e fluxo de caixa. Dentre os dados coletados, estão o total do ativo, ativos e passivos correntes, ativos e passivos não correntes, o patrimônio líquido consolidado, a receita líquida, o resultado operacional bruto, o lucro líquido e o caixa líquido das atividades operacionais.

Foram considerados os dados de balanço patrimonial relativos a 2008 identificados como de 01.01.2009 na DFP, para fins de manter a comparabilidade em função da padronização as normas internacionais de contabilidade.

3.3.3 Dos Dados Cadastrais

Os dados cadastrais das empresas foram também obtidos por meio das informações públicas disponíveis no *site* da CVM, por meio de consulta ao

conteúdo do Formulário de Referência. Dentre os dados que compõem o referido formulário, foram observadas ou extraídas as seguintes informações:

- a) nome empresarial;
- b) data de registro na atual categoria CVM;
- c) situação do registro na CVM:
 - ativo;
 - em análise;
 - não concedido;
 - suspenso;
 - cancelado;
- d) setor de atividade;
- e) data de início da situação do registro na CVM;
- f) endereço (município e Unidade Federal/Estado/Província).

Portanto, em relação à situação do registro na CVM, somente foram utilizadas as informações constantes dos registros ativos.

3.3.4 Dados de Preço/Valor Patrimonial da Ação

Os dados relativos ao índice do preço de mercado da ação ON dividido pelo valor patrimonial da ação ON da população de empresas deste estudo foram obtidos na base de dados Economatica®, para as datas bases de 31 de dezembro dos anos calendários de 2008 a 2012.

3.4 Tratamento de Dados

Para o tratamento dos dados, foi utilizado o SPSS *Statistics*, versão 21, que possibilita várias técnicas de análise. Dentre as técnicas estatísticas, foram selecionadas: (i) análise da distribuição de frequência, tabulação cruzada e testes univariados (média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo); (ii) análises para detectar diferenças entre grupos (análise de variância, teste de Mann-Whitney, teste da Mediana e teste de Kruskal-Wallis); e (iii) correlação.

A distribuição de frequência, tabulação cruzada e os testes univariados são análises utilizadas para descrição das características da população

analisada (MALHOTRA, 2012), por exemplo, quanto da remuneração é fixa, quanto é variável e a distribuição entre os diferentes órgãos. A análise de distribuição tem também a finalidade de alcançar o objetivo específico de mapear a composição de remuneração e de contribuir para verificar o efetivo cumprimento da Instrução CVM 480 (CVM, 2009) no que se refere à publicação das informações relacionadas aos pacotes de remuneração dos agentes. Portanto, uma vez mapeadas as características descritivas da população, foram eventualmente segregados subgrupos por características descritivas tais como: (i) empresas com pacotes de remuneração exclusivamente fixos ou fixo mais variáveis; (ii) empresas com pacotes de remuneração baseados em ações; (iii) empresas com remuneração variável em bônus; e (iv) empresas com remuneração variável com base na participação dos resultados.

A partir dessa estratificação foram aplicadas técnicas de análise de variância e correlação, com a finalidade de atingimento do objetivo geral de que busca identificar correlação estatisticamente significativa entre os pacotes de remuneração dos agentes e indicadores de desempenho financeiro das respectivas empresas.

Na análise de variância, inicialmente propôs-se utilizar a ANOVA, uma técnica para se avaliar diferenças entre os valores de médias de uma variável dependente como efeito de variáveis independentes. A ANOVA é utilizada para estudar as diferenças entre médias de duas ou mais populações, cujas variáveis independentes (fatores) devem ser categóricas (não métricas). (MALHOTRA, 2012). Essa técnica é utilizada para análises complementares às análises estatísticas descritivas. Como pressupostos da ANOVA, além da independência dos fatores, são requeridas normalidade e homocedasticidade dos resíduos do modelo descritivo das médias.

Considerando que os dados que não seguiram um padrão de normalidade e homocedasticidade, como técnica alternativa à ANOVA, utilizaram-se o teste de *Kruskal-Wallis* e o teste de *Mann-Whitney*, ambas as técnicas não paramétricas aplicáveis com variáveis em escala ordinal e que comparam a diferença de posto (posição) de duas populações, com base em observação de amostras diferentes. (MALHOTRA, 2012). Utilizou-se também o teste da Mediana, não paramétrico, que detecta diferenças entre grupos a partir da relação entre os dados de cada subgrupo e a mediana da amostra. (SIEGEL,

1975). Esses são testes para se verificar se há diferenças entre os dados da população analisada quando não segue uma distribuição normal.

Os valores amostrais quase invariavelmente diferem entre si, e o problema é decidir se essas diferenças entre as populações significam diferenças efetivas entre as amostras aleatórias de uma mesma população, ou se representam apenas variações casuais, que podem ser esperadas entre amostras aleatórias. (SIEGEL, 1975, p. 209).

Além disso, foi realizada a prova de mediana que constitui em um processo para comprovar se dois grupos independentes diferem em tendências centrais e “dá informações sobre se é provável que dois grupos independentes (não necessariamente do mesmo tamanho) provenham de populações com a mesma mediana”. (SIEGEL, 1975, p. 125).

A análise de correlação é utilizada para mensurar a relação de associação entre pares de variáveis, sem estabelecer relação de causalidade, sendo também relevante para a aplicação de outras técnicas estatísticas. (MALHOTRA, 2012). Os pressupostos requeridos são similares aos da ANOVA, do ponto de vista de homocedasticidade e homogeneidade dos resíduos do modelo. Modelos mais bem ajustados são obtidos se for detectada normalidade das distribuições das variáveis utilizadas. Para contornar a questão de não adesão à normalidade, utilizaram-se transformações logarítmicas sobre os dados e o coeficiente de correlação não paramétrico *rô* de Spearman. A correlação de *rô* de Spearman demonstra a intensidade de associação entre duas variáveis métricas, não sendo esse coeficiente sensível a assimetrias na distribuição da população. (MALHOTRA, 2012). Ainda, de acordo com Hair et al (2005) o coeficiente de correlação é: (i) fraco entre 0,00 a 0,39; (ii) moderado entre 0,40 a 0,69 e (iii) forte entre 0,70 a 1,00, sejam valores positivos ou negativos. Essa técnica foi utilizada para auxiliar no atendimento do objetivo geral.

Portanto, por meio dessas técnicas de análise de dados, busca-se responder a questão problema com um sim, existe associação entre os pacotes de remuneração dos agentes com os indicadores de desempenho. Ademais, a hipótese, com base na teoria de agência, é que o acionista (principal) que se propõe a distribuir parte dos resultados da sua empresa para o gestor (agente) terá, portanto, contrapartida medida nos indicadores de desempenho financeiro.

Ainda, se a remuneração com base em ações for um dos componentes do pacote de remuneração do agente, o que se espera é que a contrapartida esteja, por exemplo, no valor de mercado da empresa, bem como se espera ter associações fortes entre o desempenho financeiro e as remunerações daquelas empresas que possuem remunerações variáveis e ou que se baseiam em ações como componentes do pacote de compensação de seus agentes. No entanto, presume-se que as associações entre os indicadores de desempenho e a remuneração sejam de intensidade mais fraca quando a remuneração é somente fixa, uma vez que esta representa a contraprestação pelo serviço prestado em si e não varia em função do atingimento de metas.

Ademais, considerando a exigência legal de publicação de informações de acordo com as normas da CVM, é esperado haver informação pública disponível para a realização para o atingimento dos objetivos específicos deste estudo.

3.5 Delimitações

O estudo é limitado a correlacionar a composição da remuneração dos agentes, que para fins deste estudo são os definidos como administradores no Formulário de Referência e os indicadores de desempenho financeiro.

A remuneração dos agentes para fins deste estudo é segregada entre fixa, variável, benefícios pós-emprego, cessão de cargo e remuneração baseada em ações, exclusivamente de acordo com as especificações do Anexo 24, item 13.2 - Remuneração total por órgão, da Instrução CVM 480. (CVM, 2009). Além disso, a remuneração foi segregada entre de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal, também conforme apresentado no Formulário de Referência, item 13.2. Remuneração Total por Órgão, da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), para as empresas listadas na BM&FBOVESPA, no segmento de Novo Mercado.

Os indicadores de desempenho financeiro abordados neste estudo são exclusivamente: (i) índice de liquidez geral; (ii) índice de liquidez corrente; (iii) índice de endividamento; (iv) multiplicador de capital próprio; (v) margem líquida; (vi) retorno líquido sobre ativos; (vii) retorno bruto sobre ativos, (viii) retorno sobre o patrimônio líquido e (ix) valor de mercado conforme anteriormente mencionado no referencial teórico, por serem metas típicas utilizadas para

verificar o atingimento do retorno para os acionistas (KAPLAN; NORTON, 1992) e utilizados em análises tais como das Maiores e Melhores Empresas do Brasil da revista Exame.

Ademais, este é um estudo quantitativo de variáveis, com explicação parcial. (SAMPIERI, 2006). Não se pretende obter respostas quanto à melhor composição de remuneração de agentes, mas sobre associações significantes entre as variáveis que compõem o problema sob análise, limitadas, também, aos dados disponíveis e ao contexto brasileiro.

Da mesma forma, este estudo não se propôs a segregar empresas devido à sua estrutura de capital social, ou seja, se o capital é disperso no público (mercado de ações) ou concentrado em poucos acionistas ou se possuem acionista majoritário.

O estudo se limitou às informações disponíveis no *site* da CVM, nos formulários relativos Demonstrações Financeiras Consolidadas e Formulários de Referência do ano calendário de 2008 a 2012, disponíveis no período de julho a outubro de 2013.

A seguir, são apresentados e analisados os resultados obtidos com a finalidade de atender aos objetivos formulados no Capítulo 1.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta as análises estatísticas descritivas e os resultados das análises de correlação e de perfil, conforme descrito no capítulo de Metodologia.

4.1 Das Análises Descritivas

Uma primeira análise estatística foi efetuada para verificar a frequência em que as 127 companhias passaram a ser listadas na BM&FBOVESPA por ano de listagem (Tabela 2). O que se observa é ter ocorrido um grande volume de abertura de capital no segmento de Novo Mercado nos anos de 2006 e 2007, que somados representam 41,8% das empresas listadas nesse segmento. Uma das hipóteses desse movimento de abertura de capital em 2006 e 2007 é o grande fluxo de capitais estrangeiros para o Brasil, um dos países do Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC), o que pode ter sido um fator influenciador para as empresas Brasileiras buscarem recursos financeiros por meio da abertura de capital.

Ainda pela análise de frequência, pode-se constatar que o setor de atuação das empresas listadas no Novo Mercado é pulverizado. Conforme demonstrado no Apêndice A, o setor de maior representatividade é o de Construção Civil, Material de Construção e Decoração com 15% da população; e Atacado e Varejo vem em segundo com 7,9%. Quanto à distribuição geográfica, as empresas estão localizadas em apenas 11 das 27 unidades federativas do Brasil, bem como se pode observar uma grande concentração nos estados de São Paulo e do Rio de Janeiro, com 58,3% e 18,1% das empresas, respectivamente. Somente 23,6% das companhias estão localizadas nas demais 9 unidades federativas, conforme mostra a Tabela 3.

Tabela 2 - Frequências de Empresas Listada na BM&FBOVESPA, no Segmento de Novo Mercado de 2008 a 2012, por Ano de Listagem

| Ano | Frequência | % | % acumulado |
|--------------|-------------------|------------|--------------------|
| 1938 | 1 | 0,8 | 0,8 |
| 1970 | 1 | 0,8 | 1,6 |
| 1977 | 5 | 3,9 | 5,5 |
| 1982 | 1 | 0,8 | 6,3 |
| 1984 | 1 | 0,8 | 7,1 |
| 1986 | 1 | 0,8 | 7,9 |
| 1991 | 2 | 1,6 | 9,4 |
| 1994 | 2 | 1,6 | 11,0 |
| 1995 | 1 | 0,8 | 11,8 |
| 1997 | 4 | 3,1 | 15,0 |
| 1998 | 5 | 3,9 | 18,9 |
| 1999 | 2 | 1,6 | 20,5 |
| 2000 | 2 | 1,6 | 22,0 |
| 2001 | 1 | 0,8 | 22,8 |
| 2002 | 1 | 0,8 | 23,6 |
| 2003 | 2 | 1,6 | 25,2 |
| 2004 | 5 | 3,9 | 29,1 |
| 2005 | 5 | 3,9 | 33,1 |
| 2006 | 19 | 15,0 | 48,0 |
| 2007 | 34 | 26,8 | 74,8 |
| 2008 | 7 | 5,5 | 80,3 |
| 2009 | 4 | 3,1 | 83,5 |
| 2010 | 7 | 5,5 | 89,0 |
| 2011 | 11 | 8,7 | 97,6 |
| 2012 | 3 | 2,4 | 100 |
| Total | 127 | 100 | |

Fonte: Elaborado pela autora.

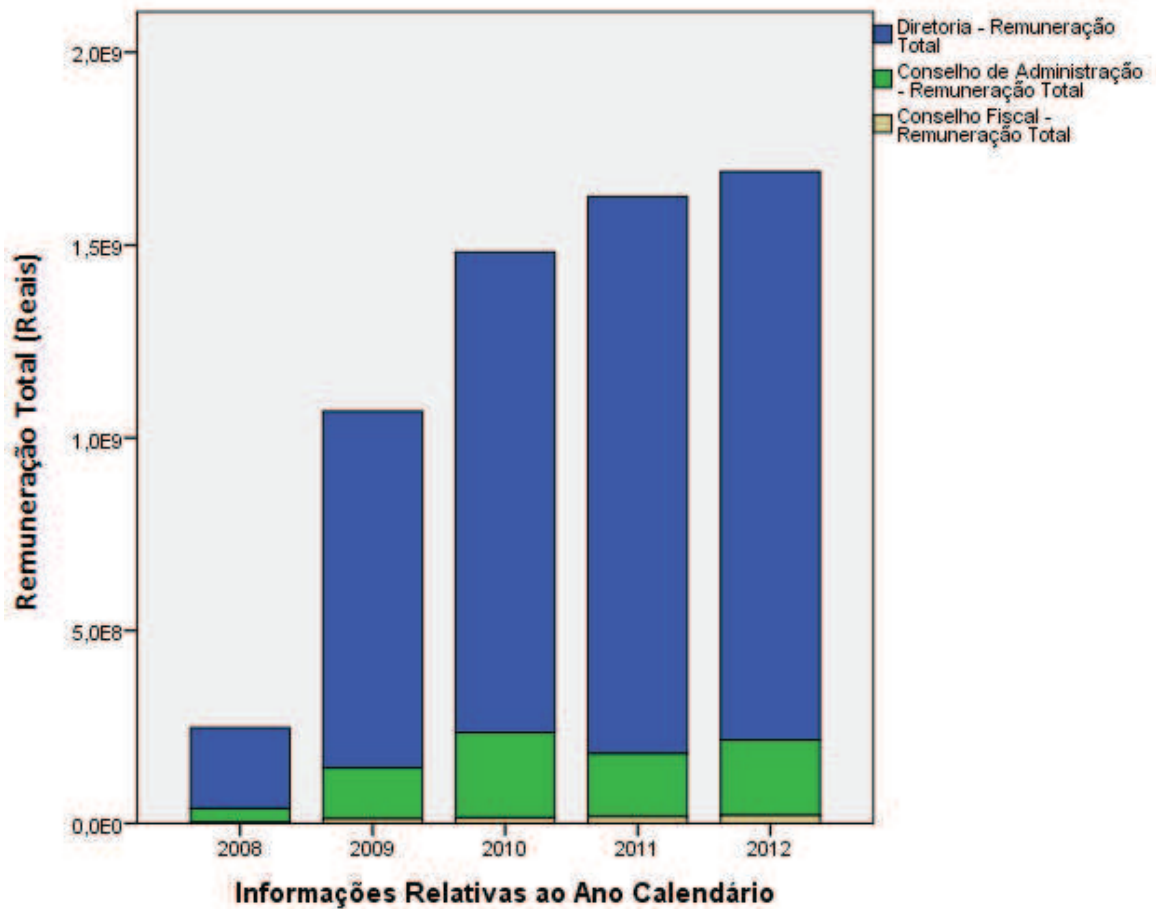
Tabela 3 - Frequência de Distribuição Geográfica da População

| | Frequência | % |
|-------------------|-------------------|--------------|
| São Paulo | 74 | 58,3 |
| Rio de Janeiro | 23 | 18,1 |
| Minas Gerais | 8 | 6,3 |
| Santa Catarina | 7 | 5,5 |
| Paraná | 4 | 3,1 |
| Rio Grande do Sul | 4 | 3,1 |
| Ceará | 2 | 1,6 |
| Distrito Federal | 2 | 1,6 |
| Bahia | 1 | ,8 |
| Espirito Santo | 1 | ,8 |
| Maranhão | 1 | ,8 |
| Total | 127 | 100,0 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Graficamente, a remuneração total por órgão para o período de 2008 a 2012 está demonstrada conforme a Figura 6, a partir do qual se constata que: (i) o ano calendário de 2008 apresenta remuneração muito inferior a dos demais anos calendários; (ii) a remuneração do Conselho Fiscal é irrelevante comparativamente com a remuneração do conselho de administração e diretoria estatutária; e (iii) a remuneração mais relevante é a da diretoria estatutária.

Figura 6 - Gráfico de Remuneração por Órgão para o Período de 2008 a 2012



Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com a Tabela 4 a seguir, onde a remuneração está demonstrada por órgão e por tipo, pode-se observar que a mais representativa é a fixa da diretoria estatutária, seguida pela variável e com base em ações desse mesmo órgão, as quais representam 35,8%, 28,4% e 20,8%, respectivamente, do total da remuneração no período, totalizando 85,0% dos valores nominais da população analisada. Outra constatação é que a remuneração fixa representa 44,4%, ou seja, menos da metade da remuneração total.

Tabela 4 - Remuneração Total Segregada por Órgão e Tipo de 2008 a 2012

| | Remuneração (Reais) | % | Média | Desvio Padrão |
|--|--------------------------------|--------------|------------------|--------------------------|
| Diretoria - Total Remuneração Fixa | 2.188.734.404 | 35,8 | 3.446.826 | 3.392.150 |
| Diretoria - Total Remuneração Variável | 1.738.828.420 | 28,4 | 2.738.312 | 4.712.074 |
| Diretoria - Baseada em Ações | 1.273.274.297 | 20,8 | 2.005.522 | 6.087.130 |
| Diretoria - Cessação de Cargo | 68.079.045 | 1,1 | 107.211 | 704.011 |
| Diretoria - Pós Emprego | 30.421.574 | 0,5 | 47.908 | 284.067 |
| Diretoria - Remuneração Total | 5.299.337.740 | 86,6 | 8.345.414 | 10.430.197 |
| Conselho de Adm - Total Remuneração Fixa | 520.477.830 | 8,5 | 819.650 | 1.069.225 |
| Conselho de Adm - Baseada em Ações | 155.124.020 | 2,5 | 244.290 | 2.357.636 |
| Conselho de Adm - Total Remuneração Variável | 69.530.522 | 1,1 | 109.497 | 547.330 |
| Conselho de Adm - Pós Emprego | 3.652.955 | 0,1 | 5.753 | 51.026 |
| Conselho de Administração - Remuneração Total | 748.785.327 | 12,2 | 1.179.189 | 2.715.450 |
| Conselho Fiscal - Remuneração Total | 67.323.742 | 1,1 | 106.022 | 175.432 |
| Remuneração Total - Conselho Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | 6.115.446.809 | 100,0 | 9.630.625 | 11.764.099 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Do total de 635 dados coletados (que é o resultado de 127 companhias vezes 5 anos de informação), 530 (83,5%) lançamentos são diferentes de zero e que totalizam R\$ 6.115.446.811 de remuneração para o período de 2008 a 2012. Pela análise detalhada dos 105 (16,5%) dados iguais à zero, observou-se que 88 (13,9%) são relativos ao ano calendário de 2008, para o qual a informação era facultativa. Os 17 (2,7%) casos remanescentes referem-se a 10 companhias em que a informação para o ano calendário de 2009 é zero ou não informada, sendo que (i) 9 empresas tiveram sua listagem na BM&FBOVESPA em 2010, 2011 ou 2012; e (ii) uma única empresa que não disponibilizou a remuneração para os 5 anos-calendário analisados.

Ademais, a discrepância entre os valores do ano calendário de 2008 comparados com os demais anos decorre basicamente da ausência de informação relativa à remuneração, uma vez que a divulgação era facultativa para o referido ano. Do total de 127 empresas, 39 apresentaram alguma informação sobre remuneração em 2008, totalizando R\$ 248.249.933, ou seja,

4,06% do total de remunerações do período em análise. Portanto, optou-se por excluir da base de dados as informações relativas ao ano-calendário de 2008.

Ante ao exposto, a partir dessa etapa, o estudo foi realizado considerando os dados correspondentes aos anos-calendário de 2009 a 2012, os quais totalizam R\$ 5.867.196.876 de remuneração total e 508 dados (127 empresas vezes 4 anos) e está composta conforme Tabela 5. Para esse período, 99,2% das companhias forneceram dados diferentes de zero por meio do Formulário de Referência, item 13.2 – Remuneração por Órgão, ao menos para um dos anos analisados. Portanto, verifica-se o cumprimento da divulgação requerida pelo item 13, do Anexo 24, da Instrução CVM 480 (CVM, 2009), o qual prevê a divulgação da composição das remunerações dos administradores de empresas de capital aberto brasileiras. Sendo assim, foi atendido nessa etapa o primeiro objetivo específico que é de verificar o atendimento ao referido requerimento da CVM.

Tabela 5 - Remuneração Total Nominal por Ano-calendário

| Ano-calendário | Remuneração (Reais) | % |
|-----------------------|--------------------------------|--------------|
| 2009 | 1.068.761.495 | 18,2 |
| 2010 | 1.482.012.073 | 25,3 |
| 2011 | 1.626.022.231 | 27,7 |
| 2012 | 1.690.401.077 | 28,8 |
| Total | 5.867.196.876 | 100,0 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Por meio do demonstrado pela Figura 6 e do mapeamento demonstrado nas Tabelas 4 e 5, atende-se o segundo objetivo específico que é mapear a composição de remuneração dos agentes de empresas brasileiras de capital aberto dos anos de 2008 a 2012. Complementarmente, na Tabela 6 está demonstrada a composição para a população de 2009 a 2012 e, para melhor compreensão das informações da população, foram efetuadas análises descritivas segregadas por órgãos de gestão, quais sejam: (i) Diretoria Estatutária; (ii) Conselho de Administração; e (iii) Conselho Fiscal.

Tabela 6 - Remuneração Total 2009 – 2012, Segregada por Órgão e por Tipo

| | Remuneração (Reais) | % | Média | Desvio Padrão |
|---|--------------------------------|----------|--------------|--------------------------|
| Diretoria - Total Remuneração Fixa | 2.058.522.612 | 35,1 | 4.052.210 | 3.326.716 |
| Diretoria - Total Remuneração Variável | 1.684.542.110 | 28,7 | 2.458.904 | 5.084.534 |
| Diretoria - Baseada em Ações | 1.249.123.354 | 21,3 | 3.316.028 | 6.707.003 |
| Diretoria - Cessação de Cargo | 68.079.045 | 1,2 | 134.014 | 784.974 |
| Diretoria - Pós Emprego | 29.632.336 | 0,5 | 58.331 | 315.613 |
| Diretoria - Remuneração Total | 5.089.899.457 | 86,8 | 10.019.487 | 10.901.560 |
| Conselho de Adm - Total Remuneração Fixa | 488.677.658 | 8,3 | 961.964 | 1.112.608 |
| Conselho de Adm - Baseada em Ações | 155.124.021 | 2,6 | 305.362 | 2.632.891 |
| Conselho de Adm - Total Remuneração Variável | 65.404.597 | 1,1 | 128.749 | 605.243 |
| Conselho de Adm - Pós Emprego | 3.652.955 | 0,1 | 7.191 | 56.969 |
| Conselho de Administração - Remuneração Total | 712.859.231 | 12,1 | 1.403.266 | 2.976.539 |
| Conselho Fiscal - Remuneração Total | 64.438.188 | 1,1 | 126.847 | 187.472 |
| Remuneração Total - Conselho Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | 5.867.196.876 | 100,0 | 11.549.600 | 12.272.676 |

Fonte: Elaborado pela autora.

4.1.1 Da Diretoria Estatutária

Para fins de contextualização, observa-se que, de acordo com a Lei 6.404 (BRASIL, 1976), artigo 143, a diretoria estatutária deve ser composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se este for inexistente, pela assembleia-geral. Ainda, a referida lei prevê que até no máximo 1/3 (um terço) dos membros do conselho de administração poderão ser eleitos para cargos de diretores.

A análise descritiva da população indica que, em média, as empresas possuem 5,63 membros, com desvio padrão de 4,26 membros, conforme Tabela 7. Ademais, os números mínimos e máximos são quebrados em função de as empresas divulgarem a média de membros em cada ano, a qual foi base para essa análise.

Tabela 7 - Análise Descritiva Quantidade de Membros de Diretoria

| | N | Mínimo | Máximo | Soma | Média | Desvio padrão |
|-------------------------------|----------|---------------|---------------|-------------|--------------|----------------------|
| Diretoria - Número de Membros | 508 | 0,00 | 36,50 | 2860,74 | 5,63 | 4,26 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Uma vez selecionados como subgrupo os casos onde há informação de número de membros, a média por empresa não varia significativamente, conforme demonstrado na Tabela 8. Se observa haver o número mínimo de 1 membro, o que está em desacordo com a previsão da Lei 6.404 (BRASIL, 1976), contudo, ficou comprovado que se trata de um único caso dentro do subgrupo.

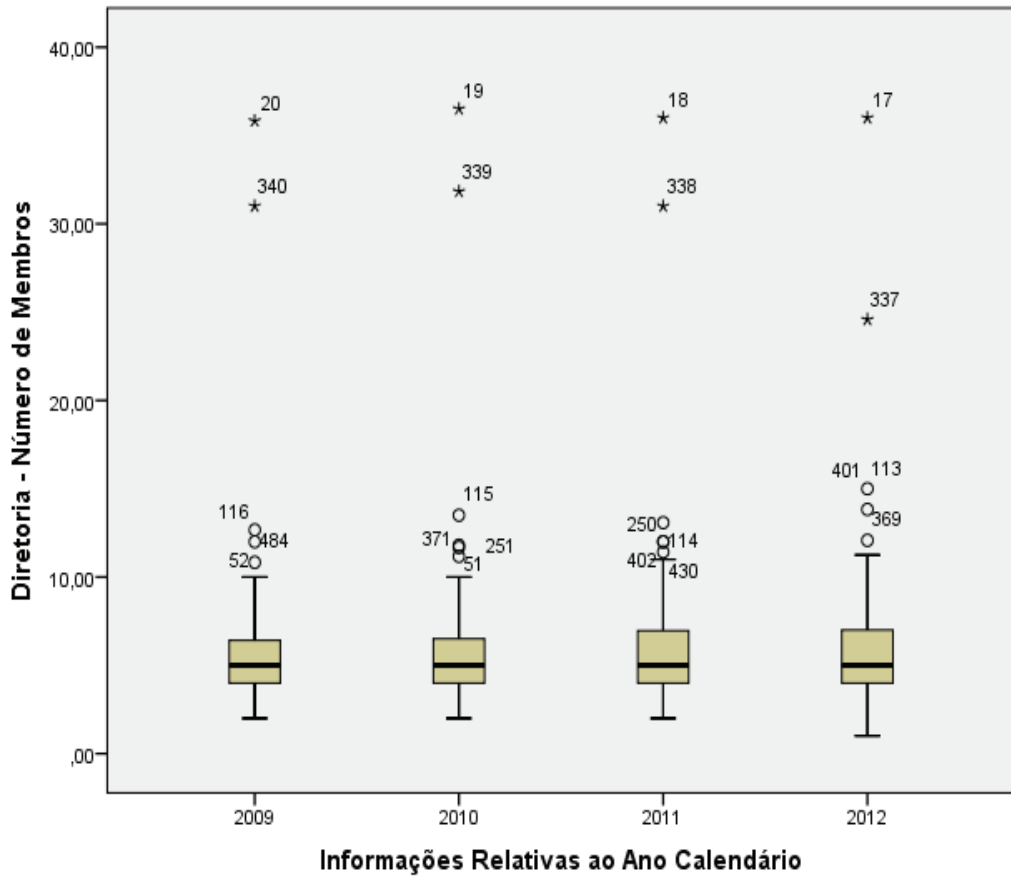
Tabela 8 - Análise Descritiva de Membros da Diretoria - Sem Dados Ausentes

| | N | Mínimo | Máximo | Soma | Média | Desvio padrão |
|-------------------------------|----------|---------------|---------------|-------------|--------------|----------------------|
| Diretoria - Número de Membros | 488 | 1,00 | 36,50 | 2860,74 | 5,86 | 4,19 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Pelo que se observa pelo diagrama em caixas demonstrado no gráfico da Figura 7, o perfil da população é relativamente semelhante ao longo do período analisado. Esse resultado é confirmado pelo teste de Kruskal-Wallis (sig = 0,739) e pelo teste da Mediana (sig = 0,789), indicando não haver diferenças significativas entre os anos listados.

Figura 7 - Diagrama de Membros da Diretoria por Ano-calendário



Fonte: Elaborado pela autora.

A remuneração da diretoria estatutária por sua vez está nominalmente composta conforme demonstrado na Tabela 9. A partir dessa informação, constata-se que as remunerações mais representativas são a fixa, baseada em ações e, dentre as variáveis, o bônus e participação nos resultados, perfazendo 94,7 % dos valores de remuneração.

Tabela 9 - Remuneração Nominal da Diretoria Estatutária

| | Remuneração (Reais) | % | Média | Desvio Padrão |
|--|------------------------|-------|------------|------------------|
| Diretoria - Total Remuneração Fixa | 2.058.522.612 | 40,4 | 4.052.210 | 3.326.716 |
| Diretoria - Baseada em Ações | 1.249.123.354 | 24,5 | 2.458.904 | 6.707.003 |
| Diretoria - Total Remuneração Variável | 1.684.542.110 | 33,1 | 3.316.028 | 5.084.534 |
| Variável – Bônus | 851.247.278 | 16,7 | 1.675.684 | 3.483.548 |
| Variável - Participação nos Resultados | 660.958.931 | 13,0 | 1.301.100 | 3.172.246 |
| Variável - Outras Remunerações | 172.293.872 | 3,4 | 339.161 | 1.820.146 |
| Variável - Participação em Reuniões | 30.000 | 0,0 | 59 | 942 |
| Variável – Comissões | 12.029 | 0,0 | 24 | 534 |
| Diretoria - Cessação de Cargo | 68.079.045 | 1,3 | 134.014 | 784.974 |
| Diretoria - Pós Emprego | 29.632.336 | 0,6 | 58.331 | 315.613 |
| Diretoria - Total Remuneração Fixa | 5.089.899.457 | 100,0 | 10.019.487 | 10.901.560 |

Fonte: Elaborado pela autora.

A distribuição de frequências das principais remunerações, quais sejam: (i) total fixa, (ii) baseada em ações, (iii) bônus e (iv) participação nos resultados está apresentada na Tabela 10.

Tabela 10 - Frequência da Remuneração da Diretoria por Ano-Calendarário

| | | Frequência | | | | Total |
|---|---------------|------------|------|------|------|-------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Diretoria - Remuneração Fixa | Não existente | 12 | 6 | 5 | 2 | 25 |
| | Existente | 115 | 121 | 122 | 125 | 483 |
| Diretoria - Baseada em Ações | Não existente | 80 | 63 | 64 | 57 | 264 |
| | Existente | 47 | 64 | 63 | 70 | 244 |
| Diretoria – Bônus | Não existente | 64 | 55 | 55 | 60 | 234 |
| | Existente | 63 | 72 | 72 | 67 | 274 |
| Diretoria - Participação nos Resultados | Não existente | 89 | 87 | 80 | 81 | 337 |
| | Existente | 38 | 40 | 47 | 46 | 171 |

Fonte: Elaborado pela autora.

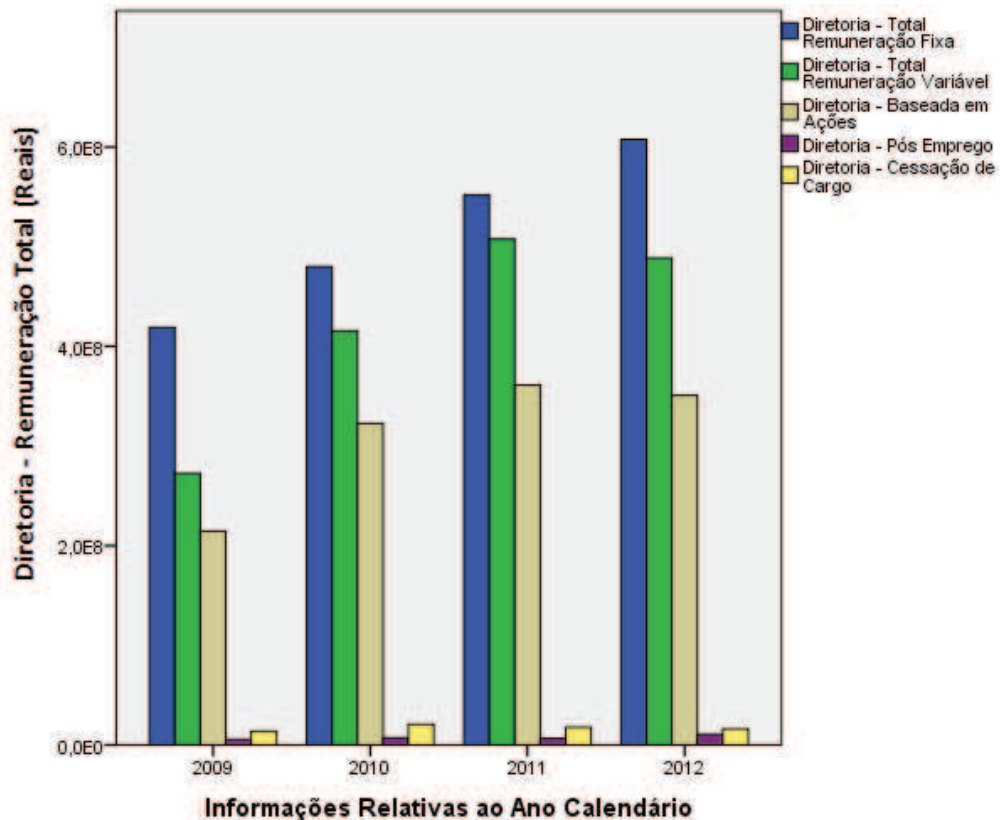
Observa-se a ausência de remuneração fixa para 25 casos (4,9% da população). Uma das hipóteses para essa ausência de informação é o fato de que algumas empresas tiveram sua listagem na BM&FBOVESPA entre 2009 e 2012 e, portanto, não estavam obrigadas à divulgação de informação para

alguns dos anos deste estudo. Em análise detalhada, constatou-se que somente duas empresas deixaram de informar ou não possuem remuneração fixa para o período de 2009 a 2012, mesmo que seu registro na BM&FBOVESPA tenha sido realizado em anos anteriores a 2009.

Em relação às remunerações da diretoria estatutária, pelo gráfico da Figura 8, observa-se que os valores nominais aumentaram monotonamente nos anos de 2009 a 2012, exceto no último ano analisado, em que o total das remunerações variáveis e baseadas em ações apresentaram redução.

Na análise da composição da remuneração variável (R\$ 1.684.542.110), constata-se que 89,8% são referentes aos bônus (R\$ 851.247.278) e a participação nos resultados (R\$ 660.958.931) e, portanto, as análises posteriores envolvendo a remuneração variável são efetuadas pelo seu total ou, quando segregada, somente para os bônus e participação nos resultados.

Figura 8 - Gráfico da Remuneração da Diretoria Estatutária



Fonte: Elaborado pela autora.

Outra constatação pelas análises descritivas da remuneração da diretoria é que não há remuneração com base em ações, bônus ou participações nos

resultados para empresas que não tenham remuneração fixa. Contudo, observa-se que, na população total de empresas no segmento de Novo Mercado, não há um padrão de composição de pacotes de remuneração (Apêndice B). Dessa análise descritiva, observa-se que:

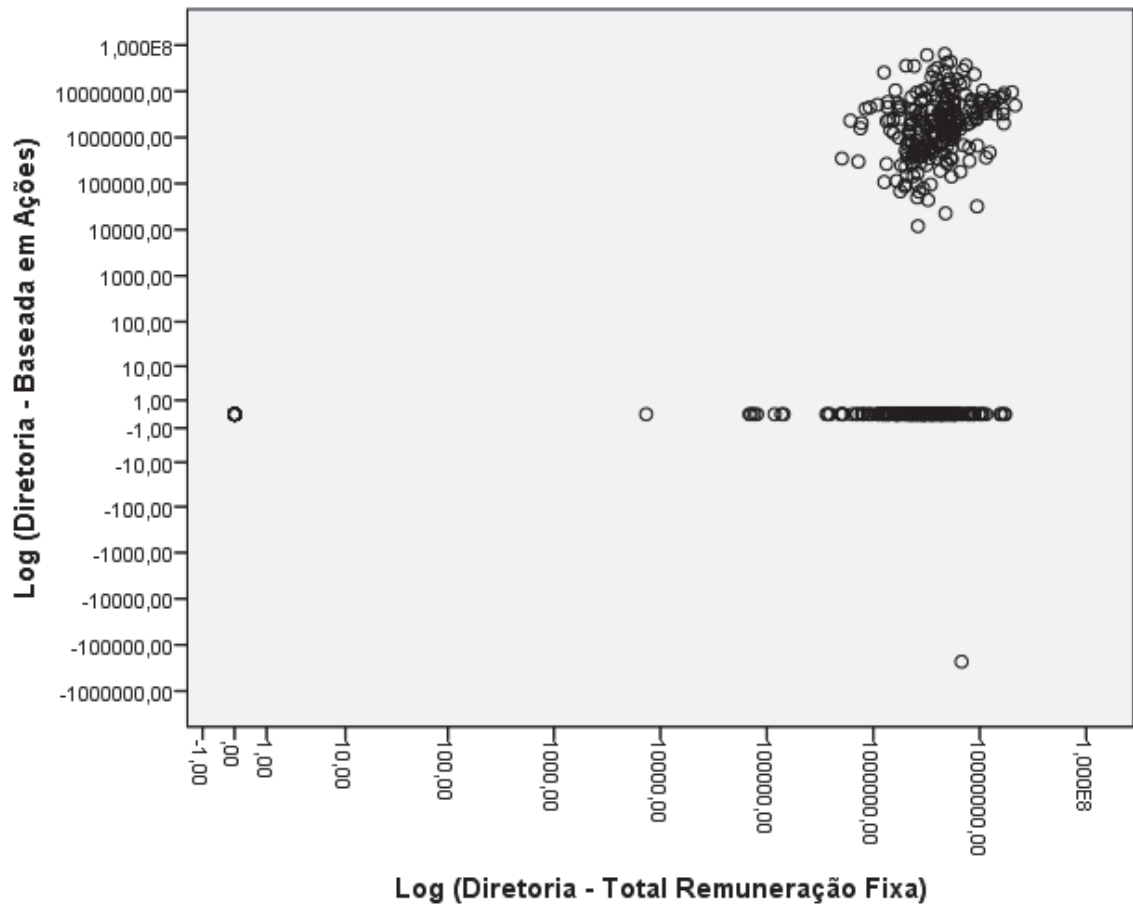
- a) dos 483 casos de remuneração fixa, 50,3% possuem remuneração com base em ações (244 casos), 56,7% remuneração variável em bônus (274 casos) e 35,4% remuneração variável por meio de participação nos resultados (171 casos);
- b) dos 244 casos de remunerações com base em ações, 55,7% possuem também bônus (136 casos) e 36,1% possuem participações nos resultados (88 casos);
- c) dos 274 casos de remuneração variável em bônus, 49,6% possuem remuneração com base em ações (136 casos) e 14,2% possuem participação nos resultados (39 casos);
- d) dos 171 casos de remuneração variável por meio de participação nos resultados, 51,4% possuem remuneração baseada em ações (88 casos) e 22,8% possuem remuneração variável em bônus (39 casos).

Portanto, não há um padrão observável de composição de remunerações variáveis. Além disso, verificou-se, menos frequentemente, a ocorrência de remuneração variável em bônus conjugada com participação nos resultados.

Pela análise de dispersão (Figura 9), observa-se que os valores das remunerações baseadas em ações acompanham os valores de remunerações fixas sem associação aparente, observando-se dois grupos (com e sem remuneração baseada em ações) quando utilizada a totalidade da população. Quando efetuada análise do subgrupo com os casos em que há ambas as formas de remuneração (fixa e baseada em ações, Figura 10) observa-se melhor o padrão de dispersão, indicando uma associação fraca positiva entre essas variáveis. A partir dessas constatações foi analisada a correlação bivariável não paramétrica, pela estatística de *rô de Spearman*, entre as remunerações fixa e a baseada em ações. O resultado indica que há correlação significativa entre os dois tipos de remuneração da diretoria, porém com coeficiente de correlação fraco de 0,299 (sig<0,001). Ou seja, pode-se afirmar que ambas as

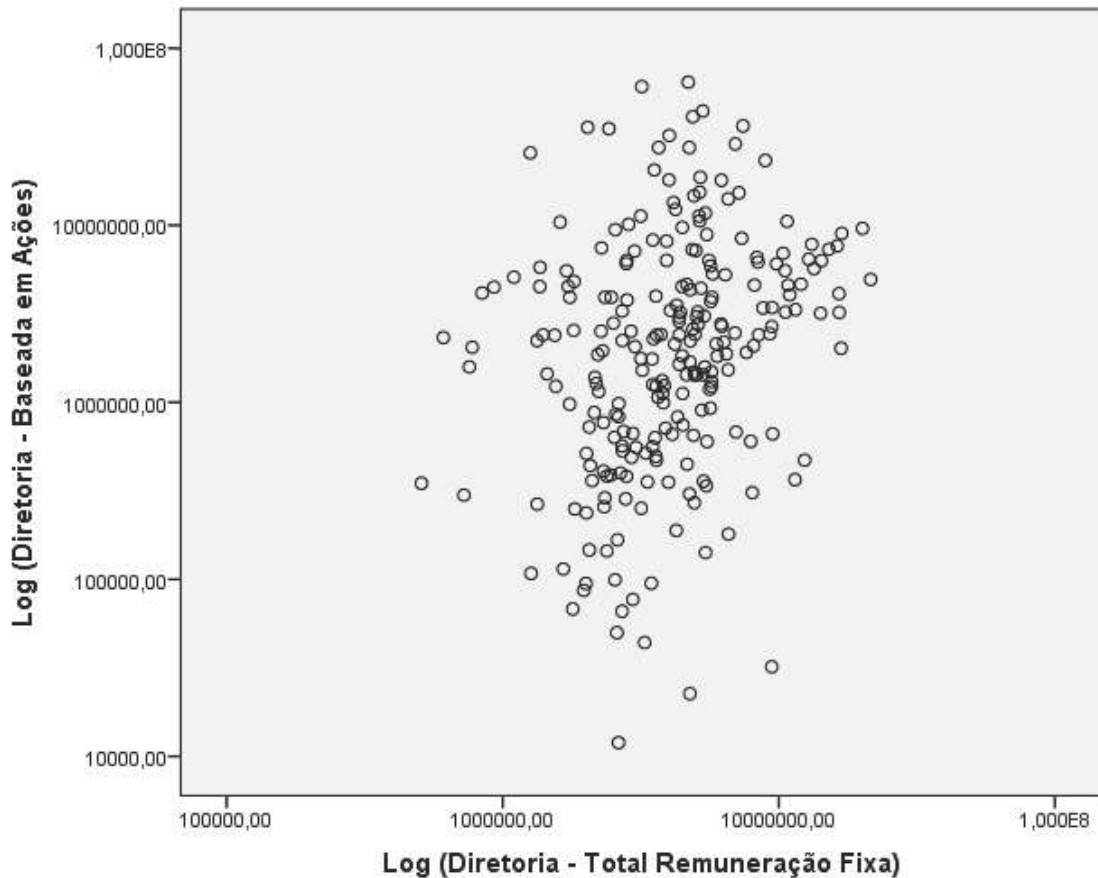
remunerações variam conjuntamente, porém a intensidade dessa conexão é baixa, indicando a influência de outros fatores sobre o comportamento conjunto dessas variáveis.

Figura 9 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Baseada em Ações (população total)



Fonte: Elaborado pela autora.

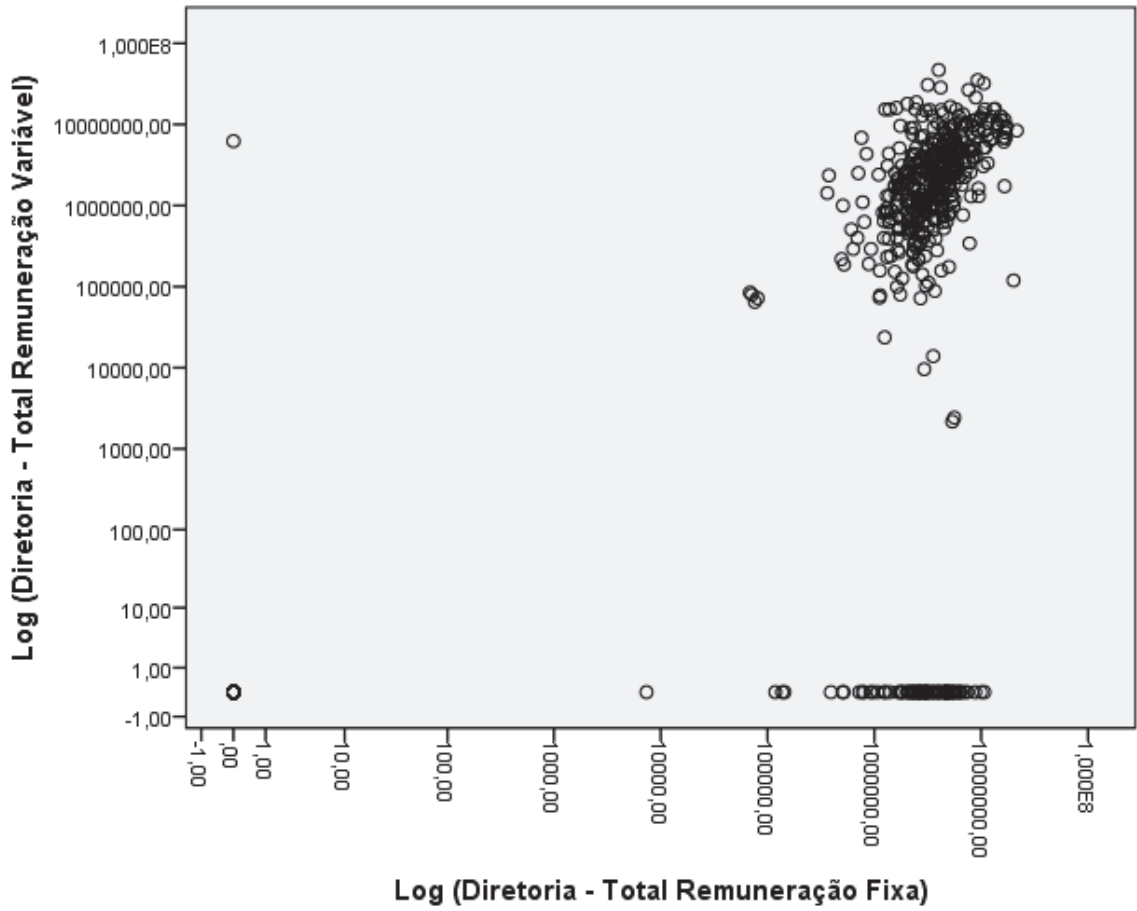
Figura 10 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Baseada em Ações (subgrupo com os casos onde ocorreram ambas as remunerações)



Fonte: Elaborado pela autora.

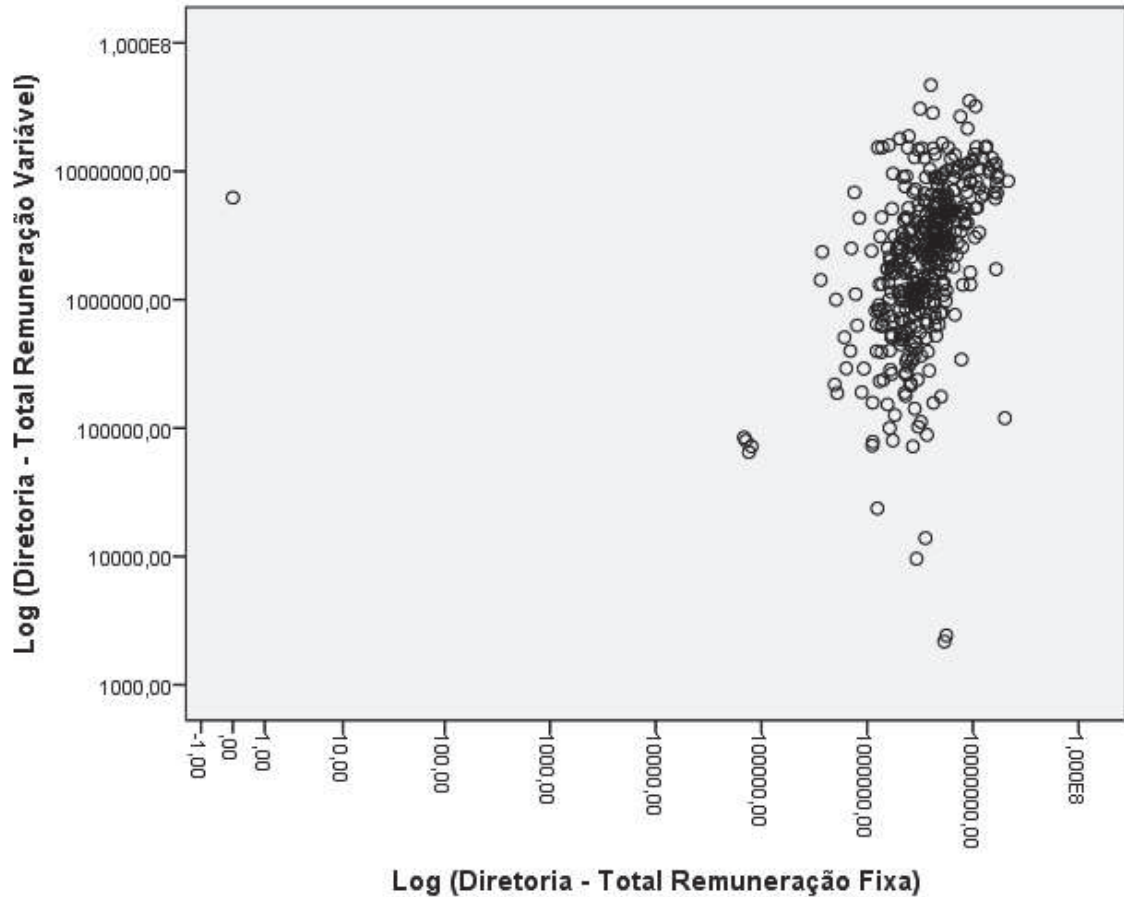
Pelo diagrama de dispersão entre a remuneração fixa e a remuneração variável (Figuras 11 e 12), por sua vez, obtém-se uma correlação estatisticamente significativa, com valor de 0,507 (sig< 0,001). Logo, pode-se ver um padrão pelo qual, à medida que uma remuneração aumenta, a outra também aumenta. De acordo com os gráficos das Figuras 11 e 12, verifica-se que tanto no caso do diagrama de dispersão realizado para o total da população quanto quando realizado para o subgrupo com os casos onde ambas as remunerações ocorreram, os pontos formam uma nuvem mais condensada do que a verificada em relação à remuneração baseada em ações. Essa é uma constatação que tem aparente divergência do padrão observado nos USA onde a remuneração do CEO em dinheiro (fixa) se manteve com pouca variação de 1996 a 2002, enquanto a que a remuneração total sofre significativa mudança de perfil influenciada basicamente por pagamentos em ações, programas de remunerações de longo prazo e ações restritas (Figuras 2 e 3).

Figura 11 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Variável



Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 12 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria - Fixa versus Variável (subgrupo com os casos onde ocorreram ambas as remunerações)



Fonte: Elaborado pela autora.

Uma vez concluída análise descritivas relacionadas à diretoria estatutária analisou-se o conselho de administração.

4.1.2 Do Conselho de Administração

De acordo com a Lei 11.604 (BRASIL, 1976), dentre as competências do conselho de administração está a de fixar a orientação geral dos negócios da companhia, eleger e destituir os diretores, bem como fixar-lhes as atribuições e fiscalizar sua gestão. O conselho de administração deverá ser composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo. Para o segmento de Novo Mercado, por sua vez, o conselho de administração deveria ter no mínimo 5 (cinco) membros. (BM&FBOVESPA, 2013b). Pela análise descritiva apresentada na Tabela 11, observou-se haver empresas com menos conselheiros de administração do que os previstos na

referida Lei 6.404. (BRASIL, 1976). Por outro lado, considerando não haver previsão de número máximo (o que deve constar exclusivamente do estatuto social), observa-se a ocorrência de uma empresa com 22 membros nessa função. Contudo, a média de conselheiros de administração é próxima a 7 ou seja, aderente a legislação aplicável.

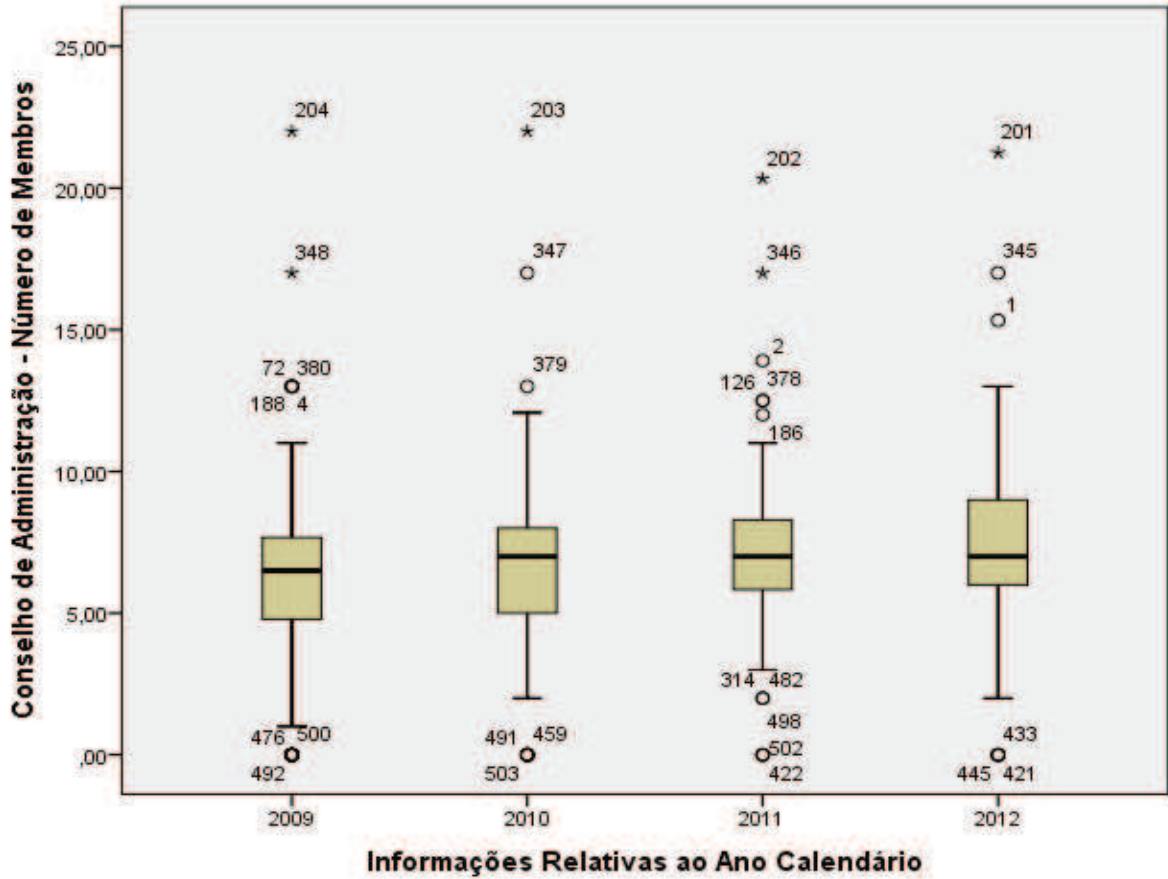
Tabela 11 - Análise Descritiva Quantidade de Membros do Conselho de Administração

| | N | Mínimo | Máximo | Soma | Média | Desvio padrão |
|---|----------|---------------|---------------|-------------|--------------|----------------------|
| Conselho de Administração – Número de Membros | 508 | 0,00 | 22,00 | 3460,95 | 6,81 | 3,11 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Além disso, em análise mais detalhada, observou-se 28 casos não apresentam ou não possuem conselheiros de administração, porém só 3 são de empresas listadas na BM&FBOVESPA em ano anterior a 2009. Ainda, verificou-se 12 casos com 1 ou 2 membros de conselheiros de administração, sendo somente uma empresa nessa situação para os 4 anos analisados. Contudo, na análise da outra extremidade, observou-se que duas empresas apresentam mais de 16 membros de conselho de administração, sendo esse fato constante para todo o período analisado. Tal informação pode ser observada na Figura 13, a qual apresenta também que a média de membros do conselho de administração aumentou gradativamente de 2009 para 2012. Esse resultado é confirmado pelo teste de Kruskal-Wallis (sig = 0,017), mas não pelo teste da Mediana (sig = 0,160). Conforme Siegel (1975), comparativamente, o teste de Kruskal-Wallis é mais poderoso do que o da Mediana, sendo esse o indicador para análise dos dados ora apresentados.

Figura 13 - Conselho de Administração - Número de Membros por Ano-
Calendário



Fonte: Elaborado pela autora.

A remuneração por tipo está composta conforme a Tabela 12, ficando evidente a representatividade da remuneração fixa e da baseada em ações para o conselho de administração que somadas representam 90,4% do total das remunerações desse órgão da administração.

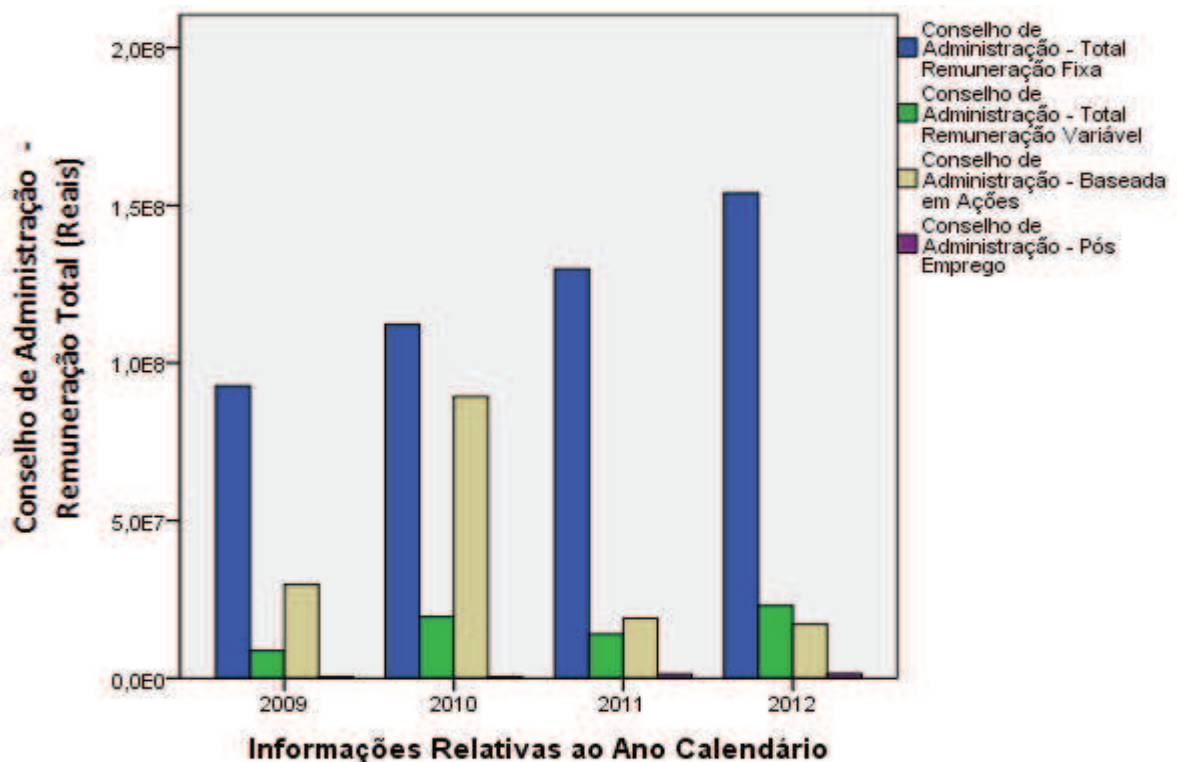
Tabela 12 - Remuneração do Conselho de Administração Segregada por Tipo

| | Remuneração (Reais) | % | Média | Desvio Padrão |
|--|---------------------|-------|-----------|---------------|
| Conselho de Administração - Total Remuneração Fixa | 488.677.658 | 68,6 | 961.964 | 1.112.608 |
| Conselho de Administração - Baseado em Ações | 155.124.021 | 21,7 | 305.362 | 2.632.891 |
| Conselho de Administração - Remuneração Variável | 65.404.596 | 9,2 | 128.749 | 605.243 |
| Conselho de Administração - Pós Emprego | 3.652.955 | 0,5 | 7.191 | 56.969 |
| Conselho de Administração - Remuneração Total | 712.859.231 | 100,0 | 1.403.266 | 2.976.539 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Em relação à remuneração do conselho de administração, contudo se observa que há uma mudança significativa no comportamento ao longo dos anos, especificamente em relação à remuneração por ações (Figura 14). Portanto, a partir dessa constatação, procurou-se identificar características que indicassem tal discrepância.

Figura 14 - Gráfico de Remuneração do Conselho de Administração por Ano-Calendário



Fonte: Elaborado pela autora.

O fato de haver pagamento com base em ações para o conselho de administração é por si só um resultado não esperado. De acordo com o artigo 146 da Lei 6.404 (BRASIL, 1976), podem ser membros do conselho de administração acionistas e diretores. No Brasil, considerando a concentração do capital ainda em mãos de um acionista majoritário, o qual, em princípio, ocupa posição(ões) no conselho de administração, afastaria por hipótese, a prática de remuneração baseada em ações para esse órgão de gestão. Todavia, o que se observou são 61 casos de remuneração baseada em ações, sendo 13, 14, 15 e 19, respectivamente para os anos de 2009, 2010, 2011 e 2012. Das 127 empresas do Novo Mercado, 19,7%, ou seja, 25 delas tiveram remuneração baseada em ações para um ou mais dos anos de 2009 a 2012.

Além disso, outro resultado não esperado é que do total de remuneração baseada em ações de 2009 a 2012, 76,0% refere-se a quatro empresas do mesmo grupo econômico, quais sejam OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A. e, com respectivamente, 35%, 32%, 7% e 2%, do total da remuneração por ações ao conselho de administração das empresas no Novo Mercado.

Essas constatações levantam hipótese para estudos futuros. São essas remunerações em ações destinadas a todos os conselheiros acionistas ou diretores? Teria a remuneração baseada em ações sido utilizado como instrumento de incentivo aos conselheiros não acionistas, seja para exercício de uma liderança mais ativa ou para aumentar a atratividade do cargo? Por exemplo, Lojas Renner, empresa de capital pulverizado não está entre as empresas que remuneram o conselho de administração com base em ações. Há então alguma associação entre concentração ou diversificação de capital para tomada de decisão quanto ao pacote de remuneração do conselho de administração?

Uma vez concluídas as análises descritivas sobre a remuneração do conselho de administração, foram realizadas as análises descritivas relacionadas ao conselho fiscal.

4.1.3 Do Conselho de Fiscal

Ao conselho fiscal compete, entre outros, fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, opinar sobre o relatório anual da administração e sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, além de examinar as demonstrações financeiras. O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, poderá ser instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação. A remuneração dos membros do conselho fiscal, além do reembolso, obrigatório, das despesas de locomoção e estada necessárias ao desempenho da função, não poderá ser inferior, para cada membro em exercício, a 10% da que, em média, for atribuída a cada diretor, sem computar os benefícios, as verbas de representação e participação nos lucros (maiores informações sobre o conselho fiscal poderão ser obtidas na Lei 6.404, artigos 161 a 165-A). (BRASIL, 1976).

Conforme os princípios da boa governança corporativa descritos na cartilha elaborada pela CVM (2002), o conselho fiscal deveria ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros. O que se observa pela Tabela 13 é que, da população de 508 casos, o conselho fiscal encontra-se presente em 251, o que representa 49,4% do conjunto de casos analisado. Entretanto, pode-se observar também que o número de empresas com conselho fiscal aumenta anualmente, sendo que 43,3%, 47,2%, 48,8% e 58,3% das empresas do Novo Mercado possuíam conselho fiscal nos anos de 2009, 2010, 2011 e 2012, respectivamente.

Tabela 13 - Estatística de Existência ou Não Existência de Conselho Fiscal

| | | Informações Relativas ao Ano Calendário | | | | Total |
|-----------------|---------------|---|------------|------------|------------|------------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Conselho Fiscal | Não existente | 72 | 67 | 65 | 53 | 257 |
| | Existente | 55 | 60 | 62 | 74 | 251 |
| Total | | 127 | 127 | 127 | 127 | 508 |

Fonte: Elaborado pela autora.

A remuneração total do conselho fiscal por sua vez é igual a R\$ 64.438.188, o que representa 1,1% do total da remuneração no período de 2009 a 2012, conforme demonstrado na Tabela 14. Essa remuneração é essencialmente fixa, não sendo, portanto, vinculada a desempenho financeiro das companhias. Essa constatação observada durante a coleta de dados era esperada para esse órgão de gestão. O resultado não esperado é de que a remuneração do conselho fiscal fosse tão inferior às remunerações dos demais órgãos de gestão, a qual representa 1,1% da remuneração total, 9,0% quando comparada à remuneração do conselho de administração e 1,3% quando comparada com a remuneração da diretoria estatutária. Todavia, quando selecionado subgrupo das empresas em que há remuneração informada para o conselho fiscal, observa-se que o total da remuneração representa 7,1% do salário ou pró-labore da diretoria estatutária, o que, em análise simples poderia se presumir ser inferior ao percentual mínimo previsto na Lei 6.404. (BRASIL, 1976). Todavia, para uma adequada interpretação deste resultado se faz necessário verificar, dentre outros fatores, se o conselho se manteve constituído durante todo o período e, portanto, a análise do cumprimento individual da remuneração do conselho de administração é uma hipótese sugerida para estudos futuros.

Tabela 14 - Composição Anual da Remuneração Total do Conselho Fiscal

| Ano | Valor | % da Remuneração Total |
|---|--------------|-------------------------------|
| 2009 | 11.916.877 | 0,20% |
| 2010 | 14.494.320 | 0,25% |
| 2011 | 17.032.816 | 0,29% |
| 2012 | 20.994.175 | 0,36% |
| Conselho Fiscal - Remuneração Total | | 64.438.188 |
| Remuneração Total - Conselho Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | | 5.867.196.876 |
| | | 100,00% |

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados observados relativos: (i) à pouca representatividade da remuneração do conselho fiscal; e (ii) ao fato de não haver esse órgão instalado em todas as empresas do Novo Mercado, são surpreendentes. O conselho fiscal

é um órgão fiscalizador independente da diretoria e do conselho de administração, que busca, através dos princípios da transparência, equidade e prestação de contas, contribuir para o melhor desempenho da organização. (IBGC, 2007). Como pode então não estar instalado em todas as empresas do Novo Mercado? Novamente temos a hipótese de estudos futuros. Sendo o conselho fiscal uma instância de defesa, no âmbito da sociedade, à disposição dos acionistas (IBGC, 2007), a não instalação está diretamente relacionada ao percentual de participação do acionista controlador? Não seria essa a situação em que mais caberia instalar o conselho fiscal para melhoria da governança corporativa e preservação dos direitos dos minoritários?

Uma vez concluídas as análises descritivas, seguimos para as análises de correlação de acordo com a metodologia apresentada no item 3.4 Tratamento dos Dados.

4.2 Das Análises de Associação entre as Remunerações e os Indicadores de Desempenho

Para iniciar as análises que buscam cumprir o objetivo geral, foi realizada a correlação entre o total geral da remuneração com os indicadores de desempenho financeiro (Tabela 15). Por meio dessa análise estatística, observou-se somente a correlação *rô de Spearman* entre a remuneração total e o valor de mercado, porém com coeficiente de correlação fraco de 0,313 ($\text{sig} < 0,001$). Para melhor compreender a distribuição conjunta desses dados, foi efetuado o diagrama de dispersão. De acordo com o gráfico apresentado na Figura 15, observa-se, também, haver aparente relação entre as variáveis de remuneração total e valor de mercado. Contudo, para evitar interpretações equivocadas da correlação entre o valor de mercado e a remuneração total, foi efetuado gráfico de dispersão utilizando como subgrupo os casos onde o valor de mercado é diferente de zero (Figura 16) e o que se observa é a manutenção da aparente associação entre o valor de mercado e a remuneração total inicialmente constatadas pela análise de correlação demonstrada na Tabela 15.

Tabela 15 - Correlação Entre Remuneração Total e Indicadores de Desempenho

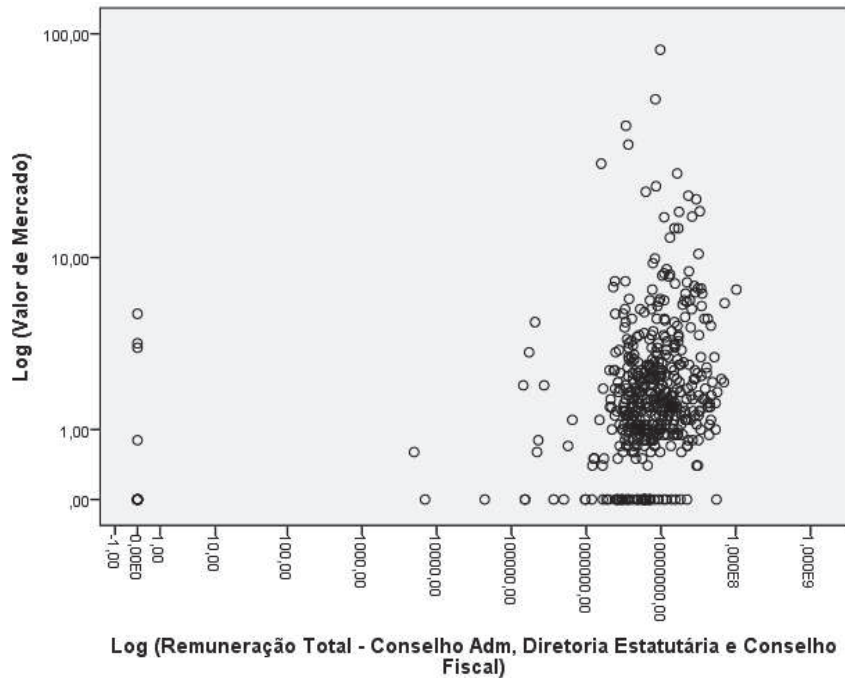
| | | | Remuneração Total - Conselho Adm, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|---|----------------------------|---|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|------|------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Remuneração Total - Conselho Adm, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | Correlações de coeficiente | 1 | ,009 | ,044 | ,096* | ,009 | ,098* | ,058 | ,072 | ,066 | ,313** |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,836 | ,326 | ,031 | ,843 | ,027 | ,194 | ,105 | ,135 | ,000 |
| | | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**.. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

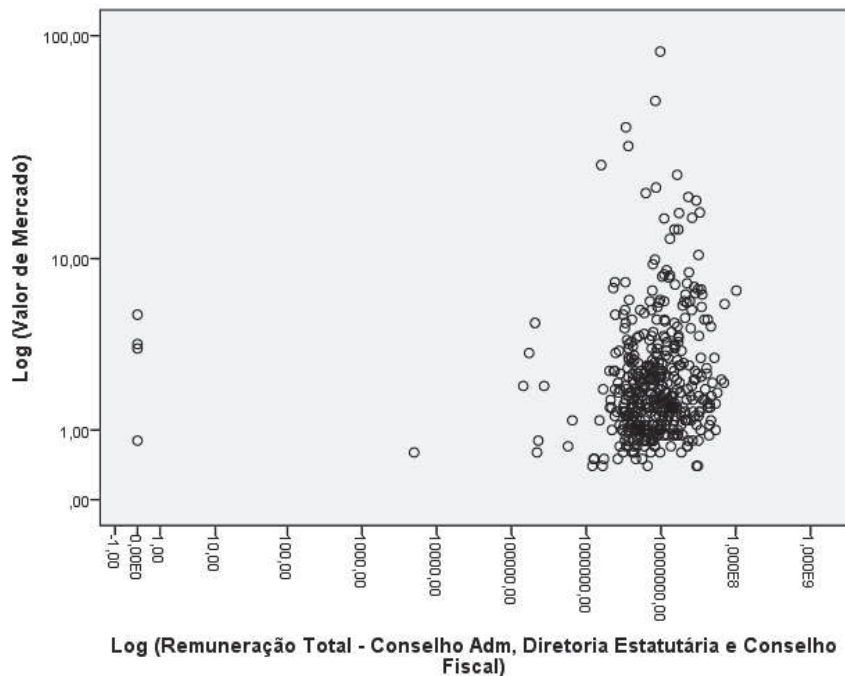
Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 15 - Diagrama de Dispersão da Remuneração total versus Valor de Mercado das empresas



Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 16 - Diagrama de Dispersão da Remuneração total versus Valor de Mercado (subgrupo com os casos onde o valor de mercado é diferente de zero)



Fonte: Elaborado pela autora.

A partir de tais constatações iniciais, demonstrou-se necessária a análise de correlação da remuneração por órgão com os indicadores de desempenho

para melhor compreensão dessa associação. Portanto, a partir dessa etapa, foram efetuadas análises por órgão de gestão, qual seja (i) Diretoria Estatutária, (ii) Conselho de Administração e (iii) Conselho Fiscal.

4.2.1 Da Diretoria Estatutária

Pelas análises descritivas anteriormente mencionadas, a remuneração da diretoria estatutária está concentrada em fixa, baseada em ações, bônus e participação nos resultados. Portanto, a partir dessas informações, foi efetuada a correlação bivariável não paramétrica de *Rô de Spearman* entre as referidas remunerações e os indicadores de desempenho apresentados na seção 2.4. O resultado é apresentado na Tabela 16 e buscou-se medir até que ponto, por exemplo, a remuneração por meio de participação nos resultados está relacionada com a margem líquida.

Tabela 16 - Correlação Remuneração Diretoria e Indicadores de Desempenho

(conclusão)

| | | Diretoria - Remuneração Total | Diretoria - Total Remuneração Fixa | Diretoria - Baseada em Ações | Diretoria - Total Remuneração Variável | Diretoria - Bônus | Diretoria - Participação nos Resultados | Diretoria - Pós Emprego | Diretoria - Cessação de Cargo | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|---|----------------------------|-------------------------------|------------------------------------|------------------------------|--|-------------------|---|-------------------------|-------------------------------|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|--------|--------|----------------------------|------------------|
| Diretoria - Participação nos Resultados | Correlações de coeficiente | ,303** | ,179** | ,096* | ,425** | -,421** | 1,000 | ,075 | ,099* | -,067 | ,011 | ,100* | -,066 | ,143** | ,174** | ,207** | ,167** | ,207** |
| | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,000 | ,031 | ,000 | ,000 | | ,091 | ,025 | ,132 | ,806 | ,024 | ,135 | ,001 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |
| | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| Rô de Spearman Diretoria - Pós Emprego | Correlações de coeficiente | ,189** | ,191** | ,095* | ,205** | ,158** | ,075 | 1,000 | ,129** | -,017 | -,019 | ,024 | -,017 | ,141** | ,169** | ,159** | ,176** | ,192** |
| | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,000 | ,033 | ,000 | ,000 | ,091 | | ,003 | ,702 | ,661 | ,583 | ,703 | ,001 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |
| | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| Diretoria - Cessação de Cargo | Correlações de coeficiente | ,209** | ,232** | -,029 | ,178** | ,056 | ,099* | ,129** | 1,000 | -,053 | -,071 | ,048 | -,052 | -,046 | -,095* | -,055 | -,120** | -,077 |
| | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,000 | ,512 | ,000 | ,207 | ,025 | ,003 | | ,231 | ,111 | ,276 | ,239 | ,302 | ,032 | ,215 | ,007 | ,082 |
| | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados obtidos por meio da correlação entre as remunerações da diretoria e os indicadores de desempenho financeiro (Tabela 16) indicam que:

- a) há correlação estatisticamente significativa entre a remuneração total da diretoria e cinco dos indicadores de desempenho, quais sejam: margem líquida (0,137, sig = 0,002), ROA (0,087, sig = 0,049), ROE (0,093, sig = 0,035), retorno bruto sobre os ativos (0,096, sig = 0,031) e valor de mercado (0,308, sig = 0,010). Todavia, os coeficientes de correlação são fracos;
- b) há correlação estatisticamente significativa entre a remuneração fixa com a remuneração baseada em ações (0,347, sig < 0,001), bônus (0,240, sig < 0,001), participação nos resultados (0,179, sig < 0,001), bem como com os indicadores de endividamento (0,095, sig = 0,033), margem líquida (0,094, sig = 0,036), retorno bruto sobre os ativos (0,104, sig = 0,019) e valor de mercado (0,242, sig < 0,001), porém os coeficientes de correlação são igualmente fracos;
- c) há correlação entre a remuneração variável da diretoria e os indicadores de desempenho de margem líquida (0,266, sig < 0,001), ROA (0,227, sig < 0,001), ROE (0,232, sig < 0,001), retorno bruto sobre os ativos (0,245, sig < 0,001) e valor de mercado (0,242, sig < 0,001), contudo o coeficiente de correlação é também fraco em todos os casos;
- d) tanto a remuneração fixa quanto a remuneração baseada em ações, as quais representam somadas 65% das remunerações da diretoria, variam significativamente pelo valor de mercado da companhia, com coeficientes de correlação fracos de (0,242, sig < 0,001) e (0,258, sig < 0,001), respectivamente.

Desta última constatação, é possível afirmar que as empresas com maior valor de mercado são também as que possuem os maiores valores de remuneração fixa e baseada em ações? Considerando a intensidade de essa relação ser fraca, certamente não é uma afirmativa que pode ser feita somente com base nessa análise. Em relação às remunerações baseadas em ações, em um racional lógico, dir-se-ia que as remunerações deveriam estar relacionadas aos valores de mercado das empresas. No entanto, pelo diagrama de dispersão

apresentado na Figura 17, a correlação estatística inicialmente constatada (população total) pode ter decorrido da ausência de remuneração baseada em ações para uma grande parcela da população e não pelo fato de haver efetivamente uma correlação naquelas empresas em que se constata referida remuneração.

Portanto, para evitar conclusões equivocadas, foi efetuada a análise selecionando como subgrupo os casos em que remunerações baseadas em ações são diferentes de zero, e o resultado é ausência de correlação significativa, conforme demonstrado na Tabela 17 e percebido pelo gráfico de dispersão da Figura 18. Ainda se observa um único caso com remuneração baseada em ações inferior a zero. Esse dado foi observado na coleta de informações, porém não é representativo (R\$ 232 mil) para maiores análises no âmbito deste estudo.

Se a remuneração baseada em ações torna o agente um *acionista* ou lhe possibilita um ganho diferenciado, não deveria haver então uma relação intensa entre o valor de mercado e a remuneração baseada em ações? Essa não deveria ser uma remuneração que poderia fazer o agente trabalhar em prol do interesse do acionista (o lucro) e possivelmente ter como uma das consequências à valorização da empresa? Por que então a correlação não é observada nas empresas que remuneram seus agentes com planos de opção em ações? Esses temas poderão ser abordados em estudos futuros.

Tabela 17 - Diretoria Estatutária Análise de Correlação da Remuneração Baseada em Ações e os Indicadores de Desempenho

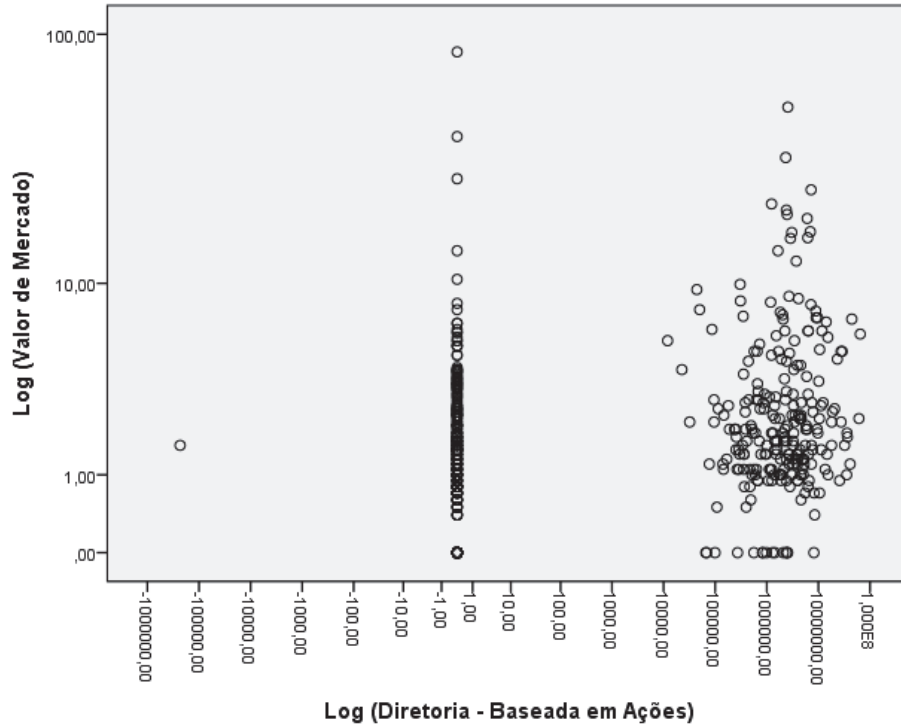
| | | | Diretoria - Baseada em Ações | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|------------------------------|----------------------------|------------------------------|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|-------|-------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Diretoria - Baseada em Ações | Correlações de coeficiente | 1,000 | -,017 | -,072 | -,019 | -,016 | ,014 | -,081 | -,083 | -,124 | ,119 |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,790 | ,265 | ,772 | ,799 | ,823 | ,211 | ,199 | ,054 | ,065 |
| | | N | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

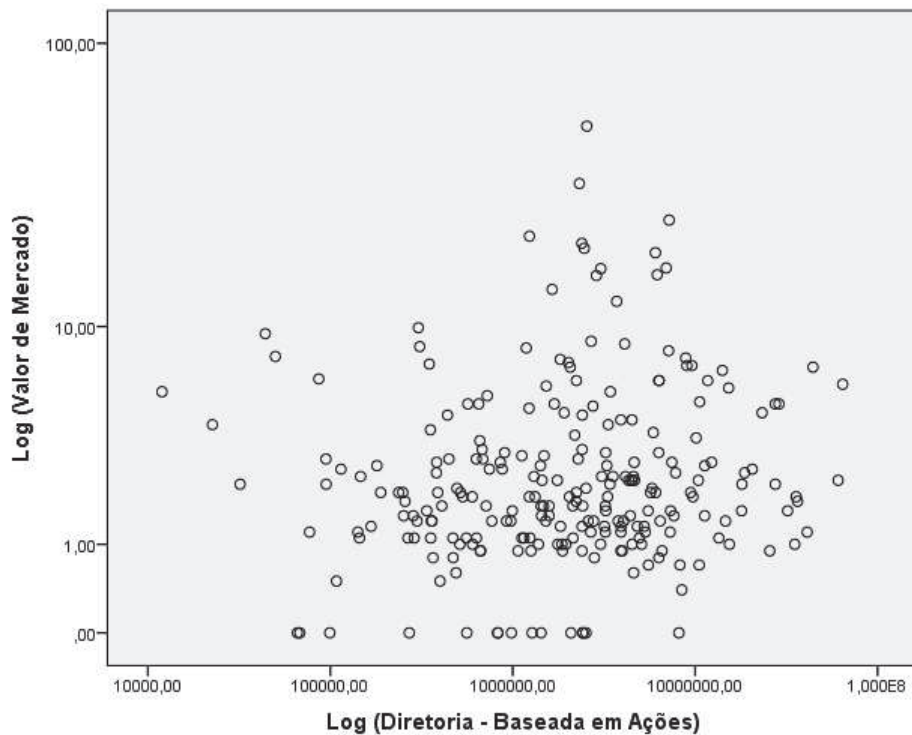
Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 17 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria Baseada em Ações e o Valor de Mercado



Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 18 - Diagrama de Dispersão da Remuneração da Diretoria Baseada em Ações e o Valor de Mercado (subgrupo dos casos com remuneração baseada em ações diferente de zero)



Fonte: Elaborado pela autora.

Todavia, em relação à remuneração variável se observa que, apesar de o coeficiente de correlação ser fraco, há associação com a margem líquida (0,130, sig = 0,008), ROE (0,109, sig = 0,027) e valor de mercado (0,210, sig < 0,001), quando selecionado subgrupo com os casos em que a referida remuneração é diferente de zero (Tabela 18). Todavia, quando analisados os dois principais componentes da remuneração variável, quais sejam (i) os bônus (Tabela 19) e (ii) a participação nos resultados (Tabela 20), a correlação é observada exclusivamente entre bônus e valor de mercado (0,159, sig = 0,008) e participação nos resultados e margem líquida (0,162, sig = 0,034), porém novamente com coeficientes de correlação fracos. Por hipótese então a remuneração variável deveria ser avaliada como um único componente de remuneração composto por diferentes itens? Pela constatação demonstrada no Apêndice B, 39 casos dos 508 da população possuem ambas as remunerações compondo a remuneração variável e, portanto, conclui-se que o ideal é considerar o obtido pelos subgrupos de cada uma dessas remunerações, qual seja, se ausência de correlação significativa.

O resultado (exceção) relativo a correlação entre a participação nos resultados e à margem líquida é esperado, pois, por hipótese, só deveria haver participação nos resultados quando há lucro e o lucro é um dos componentes da margem líquida. Então porque essa correlação não é estatisticamente moderada ou forte? Essa é mais uma hipótese para estudos futuros.

Tabela 18 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação da Remuneração Variável e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que a remuneração variável é diferente de zero)

| | | | Diretoria - Total Remuneração Variável | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|--|----------------------------|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|------|-------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Diretoria - Total Remuneração Variável | Correlações de coeficiente | 1,000 | -,092 | -,017 | ,092 | -,091 | ,130** | ,073 | ,109* | ,077 | ,210** |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,063 | ,726 | ,063 | ,064 | ,008 | ,141 | ,027 | ,121 | ,000 |
| | | N | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**.. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 19 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação dos Bônus e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que o bônus é diferente de zero)

| | | Diretoria – Bônus | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|--|-------------------|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|------|------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Correlações de coeficiente | 1,000 | -,006 | ,042 | -,003 | -,006 | ,069 | ,030 | ,031 | ,059 | ,159** |
| | Diretoria - Bônus Sig. (2 extremidades) | | ,922 | ,474 | ,958 | ,921 | ,254 | ,624 | ,611 | ,333 | ,008 |
| | N | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 | 274 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 20 - Diretoria Estatutária - Análise de Correlação da Participação nos Resultados e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos em que a participação nos resultados é diferente de zero)

| | | | Diretoria – Participação nos Resultados | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|-------------------|--|-------------------------------|--|-------------------|----------------------|----------------------------|--|-------------------|------|------|-------------------------------------|---------------------|
| Rô de Spearman | Diretoria - Participação nos Resultados | Correlações de coeficiente | 1,000 | -,114 | -,037 | ,116 | -,113 | ,162* | ,004 | ,055 | -,028 | ,121 |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,139 | ,629 | ,131 | ,142 | ,034 | ,960 | ,474 | ,719 | ,116 |
| | | N | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 | 171 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Desses resultados estatísticos, depreende-se que as empresas brasileiras de capital aberto registradas no segmento de Novo Mercado, apesar de terem suas remunerações variáveis e baseadas em ações como componentes do pacote de remuneração de seus diretores, vinculam sua outorga a outros fatores. Quais seriam então esses fatores ou métricas? De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), os pacotes de remuneração de executivos bem elaborados podem mitigar problemas de agência, alinhando interesses de gestores e acionistas. Quais seriam então os interesses dos acionistas dessas empresas uma vez que não há correlação estatisticamente significativa entre as remunerações de seus diretores estatutários com os indicadores de desempenho?

Apesar de utilizada metodologia de análise de dados não paramétricos neste estudo, foi também realizada a análise complementar de correção entre o índice de remuneração fixa dividida pela variável (FV), fixa dividida pela remuneração baseada em ações (FBA), fixa dividida pela remuneração variável em bônus (FVB) e fixa dividida pela remuneração variável de participação nos resultados (FVPR), com os indicadores de desempenho financeiro.

A partir do resultado inicial onde foram identificadas correlações utilizando a população total, foram estratificados subgrupos onde o índice apurado era diferente de zero e os seguintes resultados foram observados:

- a) no subgrupo onde FV diferente é zero, há correlação entre FV e a margem líquida, ROA, ROE, retorno bruto sobre ativos e valor de mercado (-0,160, sig = 0,001), (-0,149, sig = 0,002), (-140, sig = 0,005), (-0,138; sig = 0,005) e (-0,174; sig < 0,001), respectivamente;
- b) quando estratificados subgrupos onde FVB e FVPR são diferentes de zero, há correlação de FVB com margem líquida (-0,119, sig = 0,049), ROA (-0,137, sig = 0,023), Retorno Bruto Sobre Ativos (-0,131, sig = 0,030) e Valor de Mercado (-0,132; sig = 0,029), bem como FVPR com Margem Líquida (-0,155, sig = 0,044), todos de intensidade fraca;
- c) quando FBA é diferente de zero há correlação com o retorno bruto sobre ativos (0,133; sig = 0,038), porém também de intensidade fraca.

A teoria de agência é considerada quando da elaboração dos incentivos aos gestores? Qual a medida utilizada? Estão as diferentes remunerações variáveis e baseadas em ações definidas individualmente ou em alguma medida interrelacionadas? Essas questões ficam sem resposta quando observada a base de dados coletada, com base no marco regulatório da CVM. Fica, portanto, a indicação para estudos complementares quantitativos e/ou qualitativos relacionados às métricas utilizadas para concessão de tais remunerações aos agentes, bem como se a teoria de agência está efetivamente como pano de fundo das estratégias de remuneração das empresas.

Em resumo, a diversidade das remunerações pode ter impacto sobre o desempenho da empresa, mas esse impacto não foi constatado de maneira consistente pelas análises efetuadas. Portanto, a partir desse contexto, outros aspectos podem ser explorados como a estrutura proprietária, a eficácia dos sistemas de recompensas, a existência ou não de impactos decorrentes de fatores como tamanho da empresa (ativo total) e a existência de vínculos entre os agentes e os principais.

E a remuneração do conselho de administração? Segue o mesmo padrão estatístico de ausência de correlação significativa? Na sequência, estão as análises relacionadas a esse órgão de gestão.

4.2.2 Do Conselho de Administração

Identicamente aos casos anteriores, foi realizada a análise de correlação pela estatística de *rô de Spearman* para as remunerações do conselho de administração e os indicadores de desempenho, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 21. Observa-se correlação entre as remunerações dos membros do conselho de administração e os indicadores de desempenho para: (i) remuneração total com índice de endividamento (0,149, sig < 0,001), margem líquida (0,102, sig = 0,022) e valor de mercado (0,267, sig < 0,000); (ii) remuneração fixa com o índice de endividamento (0,118, sig = 0,008) e com o valor de mercado (0,228, sig = 0,008); e (iii) baseada em ações com margem líquida (0,167, sig < 0,001), ROA (0,223, sig < 0,001), ROE (0,194, sig < 0,001), retorno sobre os ativos (0,207, sig < 0,001) e valor de mercado (0,138,

sig = 0,002). Conforme se pode verificar, a intensidade dessas relações é também fraca como havia sido inicialmente constado para a diretoria estatutária.

Ademais, considerando que as remunerações variáveis e pós-emprego representam somadas 9,6% do total da remuneração e, apesar de constatada a correlação, há somente 27 casos de remuneração em bônus, 27 casos de remuneração por meio de participação nos resultados, 15 casos de outras remunerações variáveis, e 38 casos de remuneração por participação em reuniões. Individualmente, esses casos representam um percentual pequeno da população, de 5,3%, 5,3%, 2,9% e 7,9%, respectivamente. Assim, exceto pela participação em reuniões que, por sua natureza, está relacionada à frequência de reuniões e não aos indicadores de desempenho da companhia, para os demais se pressupõe, por hipótese, que deveriam ter correlação com os indicadores de desempenho, porém individualmente não compõem amostra (quantidade de casos) suficiente para maiores análises. Ante ao exposto, as análises foram focadas na correlação entre as remunerações fixa, variável e baseada em ações e os indicadores de desempenho.

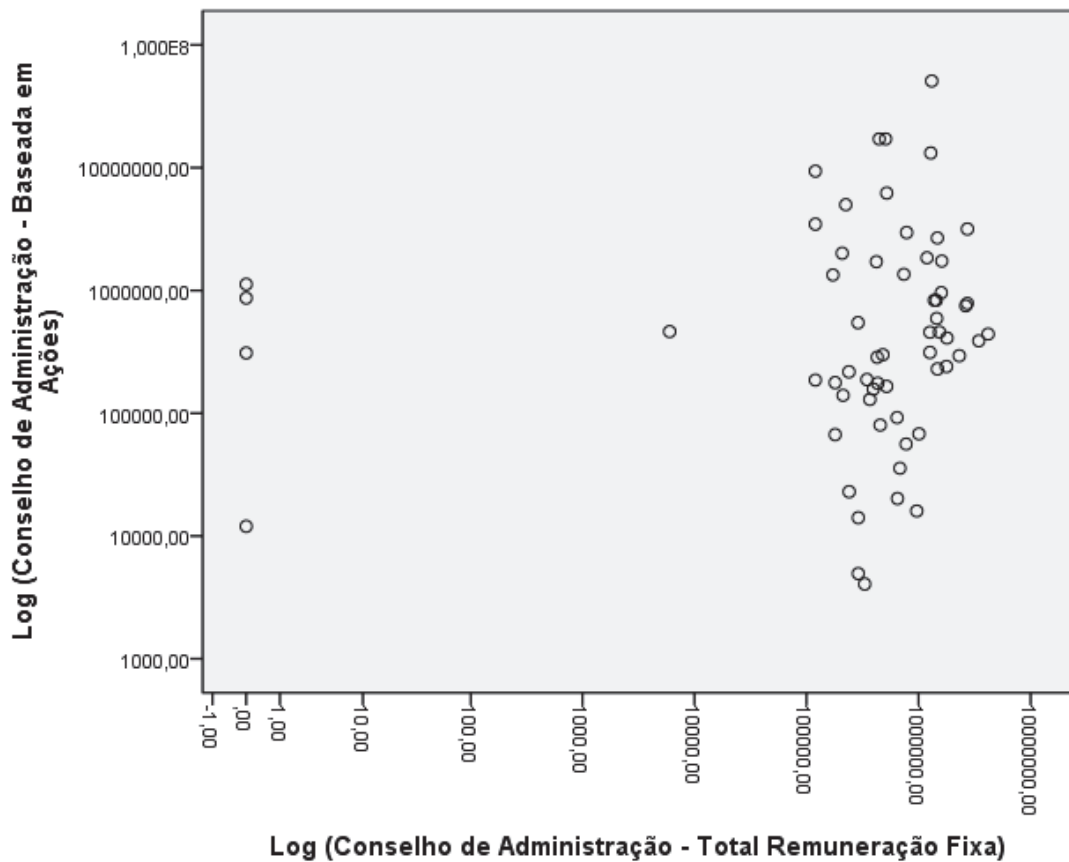
A correlação entre a remuneração fixa e o valor de mercado parece ser uma conclusão óbvia, uma vez que essa mesma correlação havia sido identificada para a remuneração total (Tabela 15) e remuneração da diretoria estatutária. Contudo, a correlação entre as remunerações baseadas em ações e os indicadores de desempenho era esperada (e não constatada) para a diretoria estatutária e não para o conselho de administração. Além disso, 64,4% da população possui exclusivamente remuneração fixa, a qual, por natureza, não está associada ao desempenho, mas a contra prestação do serviço em si. Ainda, 10,0% (51 dos 508 casos) não possuem ou não informaram remuneração ao conselho de administração. O que, por consequência, demonstra que somente 25,6% da população possui remuneração variável, pós-emprego e/ou baseada em ações. Qual então seria a razão de essa correlação existir para o conselho de administração?

Em relação à remuneração variável, o que se esperava, em se tratando de remuneração variável para o conselho de administração, é que houvesse correlação com todos os indicadores de desempenho, porém pelo subgrupo estratificado para os casos onde há remuneração variável, constata-se somente

correlação de intensidade fraca (0,336, sig = 0,002) com o indicador de liquidez corrente (Tabela 22).

Adicionalmente, foi identificado não haver correlação entre a remuneração fixa e a remuneração baseada em ações, o que pode ser também observado quando realizado o diagrama de dispersão (Figura 19) para o subgrupo das 61 empresas que apresentam a remuneração baseada em ações.

Figura 19 - Diagrama de Dispersão da Remuneração Baseada em Ações e a Fixa, (subgrupo com os casos em que há remuneração em ações)



Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme Tabela 21, foi constatada correlação entre a remuneração baseada em ações e alguns dos indicadores de desempenho, dentre eles o valor de mercado (sig = 0,002). Contudo, essas correlações não aparecem quando é estratificado subgrupo com os casos onde essa remuneração é diferente de zero (Tabela 23). Nessa perspectiva, não há como ignorar o fato de que 76,0% das remunerações baseadas em ações estão concentradas em 4 empresas (conforme mencionado anteriormente nas análises descritivas - item 4.1.2) e praticamente em dois dos quatro anos do conjunto de dados analisado (2009 e

2010). Com base nesses fatos, as referidas empresas foram excluídas da amostra e foi novamente efetuada a correlação entre a remuneração baseada em ações e os indicadores de desempenho, selecionando como subgrupo aquelas empresas que possuem a referida remuneração (Tabela 24) para se verificar se haveria alguma correlação para as demais empresas que possuem remuneração baseada em ações, porém também não foi identificada correlação significativa entre a referida remuneração e os indicadores de desempenho. Ademais, de acordo com Malhotra (2012), a amostra inferior a 30 não é considerada suficiente para análise de correlações e, com base nisso, não é válido estatisticamente efetuar a correlação para um subgrupo com somente a OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A..

Outro fato que chamou atenção é que os preços das ações das referidas empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A. eram de R\$ 17,10, R\$ 5,84, R\$ 59.957 e R\$ 4.947, respectivamente em 30 de dezembro de 2009. Contudo, em 02 de janeiro de 2014, os preços das ações eram de R\$ 0,23; R\$ 3,05, R\$ 4,02 e R\$ 0,98 respectivamente. (BLOOMBERG, 2014a, 2014b, 2014c, 2014d). O que move empresas a remunerar o conselho de administração com ações? Qual o objetivo dessas remunerações se não são constatadas correlações entre os indicadores de desempenho e principalmente com o valor de mercado? O resultado constatado neste estudo, qual seja, de ausência de correlação entre a remuneração baseada em ações com os indicadores de desempenho não responde a essas questões, mas reforça a sugestão de estudos futuros quantitativos e/ou qualitativos sobre o tema.

Na análise da correlação da remuneração fixa do conselho de administração com os indicadores de desempenho, para o subgrupo com os casos onde há somente remuneração fixa, foram observadas correlações entre a referida remuneração e seis dos nove indicadores analisados, apesar da intensidade dessas correlações também ser fraca (Tabela 25). Este é, sem dúvidas, mais um resultado surpreendente na análise de correlações entre as remunerações do conselho de administração e os indicadores de desempenho. Conforme já mencionado, se a remuneração fixa é a contraprestação ao serviço prestado em si, não dependendo das variáveis como a rentabilidade, liquidez e

valor de mercado, porque então temos mais correlação entre ela e os indicadores de desempenho do que daquelas onde o pressuposto, por hipótese, de remuneração variável é haver contrapartida em retorno para o acionista seja por rentabilidade ou valor de mercado? Essa é uma questão que também poderá ser hipótese de estudos futuros.

Por fim, também foi realizada análise de correlação entre os índices de FV, FBA, FVB e FVPR e os indicadores de desempenho e:

- a) quando estratificado o subgrupo onde há FV diferente de zero, há correlação entre FV e a liquidez corrente de intensidade fraca (-0,275, sig = 0,020);
- b) constata-se correlação da FBA e o indicador de valor de mercado de intensidade fraca (-0,301, sig = 0,023).

Adicionalmente, foi extratificado grupo sem as empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A. e efetuada a correlação com os indicadores de desempenho e o resultado observado é consistente com o anterior de correlação de FBA e o valor de mercado com intensidade de (-0,399, sig = 0,007). Assim, para uniformidade do estudo foi efetuada a análise de correlação sem as mencionadas empresas para a diretoria estatutária e os resultados obtidos quando estratificados subgrupos onde os índices de FV, FBA, FVB e FVPR são diferentes de zero são de correlação entre FVPR e margem líquida, ROA, ROE, retorno bruto sobre os ativos e valor de mercado, respectivamente de (0,115, sig = 0,010), (0,166, sig < 0,001), (0,199, sig < 0,001), (0,179, sig < 0,001) e (0,187, sig < 0,001). Contudo, o resultado anteriormente obtido (mencionado no item 4.2.1) de correlação entre FBA e o retorno bruto sobre os ativos não é mais observado, porém é identificada associação entre FBA e o valor de mercado (0,211, sig < 0,001).

Estes resultados reforçam hipóteses de estudos futuros quantitativos/qualitativos por subgrupos, por exemplo, segregados por tamanho de ativo total, bem como que permitam identificar as exceções e eliminá-los da amostra.

Tabela 21 - Conselho de Administração - Análise Correlação da Remuneração e os Indicadores de Desempenho

(conclusão)

| | | Conselho de Administração - Remuneração Total | Conselho de Administração - Total Remuneração Fixa | Conselho de Administração - Baseada em Ações | Conselho de Administração - Total Remuneração Variável | Conselho de Administração - Bônus | Conselho de Administração - Participação nos Resultados | Conselho de Administração - Pós Emprego | Conselho de Administração - Participações em Reuniões | Conselho de Administração - Outros Valores Variáveis | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado | | |
|----------------|---|---|--|--|--|-----------------------------------|---|---|---|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|--------|--------|----------------------------|------------------|--------|-----|
| Rô de Spearman | Conselho de Administração - Participação nos Resultados | Correlações de coeficiente | ,214** | ,096* | -,009 | ,586** | ,135** | 1,000 | ,242** | ,160** | ,170** | ,017 | ,038 | ,004 | ,017 | ,004 | ,056 | ,033 | ,003 | ,035 | |
| | | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,031 | ,834 | ,000 | ,002 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,708 | ,399 | ,923 | ,709 | ,935 | ,211 | ,461 | ,951 | ,429 | |
| | | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| | Conselho de Administração - Pós Emprego | Correlações de coeficiente | ,194** | ,183** | -,060 | ,181** | ,070 | ,242** | 1,000 | -,046 | ,417** | ,009 | ,024 | ,005 | ,009 | ,021 | -,001 | -,011 | -,020 | ,023 | |
| | | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,000 | ,179 | ,000 | ,115 | ,000 | ,300 | ,000 | ,836 | ,588 | ,908 | ,836 | ,631 | ,976 | ,812 | ,650 | ,601 | | |
| | | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| | Conselho de Administração - Participações em Reuniões | Correlações de coeficiente | ,050 | -,160** | ,118** | ,621** | -,035 | ,160** | -,046 | 1,000 | ,044 | -,069 | -,063 | ,095* | -,071 | -,074 | -,050 | -,002 | -,075 | ,039 | |
| | | Sig. (2 extremidades) | ,259 | ,000 | ,008 | ,000 | ,437 | ,000 | ,300 | ,324 | ,118 | ,159 | ,033 | ,112 | ,096 | ,258 | ,965 | ,090 | ,380 | | |
| | | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| | Conselho de Administração - Outros Valores Variáveis | Correlações de coeficiente | ,180** | ,129** | -,025 | ,416** | ,420** | ,170** | ,417** | ,044 | 1,000 | -,006 | -,027 | ,021 | -,006 | ,121** | ,135** | ,128** | ,143** | ,141** | |
| | | Sig. (2 extremidades) | ,000 | ,004 | ,578 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,324 | ,894 | ,542 | ,629 | ,893 | ,007 | ,002 | ,004 | ,001 | ,001 | | |
| | | N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 22 - Conselho de Administração - Análise de Correlação da Remuneração Variável e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos onde há remuneração variável)

| | | | Conselho de Administração - Total Remuneração Variável | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|------------------------------|----------------------------|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|------|------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Conselho de Administração | Correlações de coeficiente | 1,000 | ,004 | ,336** | -,005 | ,004 | -,029 | ,125 | ,057 | ,080 | ,101 |
| | - Total Remuneração Variável | Sig. (2 extremidades) | | ,971 | ,002 | ,967 | ,971 | ,801 | ,272 | ,616 | ,483 | ,376 |
| | | N | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**.. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 23 - Conselho de Administração – Correlação entre Remuneração Baseada em Ações e Indicadores de Desempenho (subgrupo com os casos onde há remuneração baseada em ações)

| | | Conselho de Administração - Baseada em Ações | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado | |
|----------------|--|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|-------|-------|----------------------------|------------------|------|
| Rô de Spearman | Conselho de Administração - Baseada em Ações | Correlações de coeficiente | 1 | -,027 | -,122 | ,015 | -,022 | -,108 | -,139 | -,098 | -,229 | ,182 |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,836 | ,348 | ,906 | ,865 | ,409 | ,286 | ,451 | ,075 | ,161 |
| | | N | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**.. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 24 - Conselho de Administração – Correlação entre Remuneração Baseada em Ações e Indicadores de Desempenho, dados desconsiderando empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A.

| | | | Conselho de Administração - Baseada em Ações | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|--|----------------------------|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|------|------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Conselho de Administração - Baseada em Ações | Correlações de coeficiente | 1,000 | -,127 | -,192 | ,069 | -,116 | ,013 | ,101 | ,070 | ,081 | ,150 |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,399 | ,200 | ,651 | ,443 | ,933 | ,504 | ,643 | ,591 | ,321 |
| | | N | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 25 - Conselho de Administração - Análise de Correlação da Remuneração Fixa e os Indicadores de Desempenho (subgrupo com casos onde há somente remuneração fixa)

| | | | Conselho de Administração - Total Remuneração Fixa | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado |
|----------------|--|----------------------------|--|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|-------|-------|----------------------------|------------------|
| Rô de Spearman | Conselho de Administração - Total Remuneração Fixa | Correlações de coeficiente | 1 | -,163** | -,169** | ,177** | -,164** | -,195** | -,106 | -,079 | -,042 | ,122* |
| | | Sig. (2 extremidades) | | ,003 | ,002 | ,001 | ,003 | ,000 | ,055 | ,152 | ,453 | ,027 |
| | | N | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 | 327 |

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora.

4.3 Análise de Diferentes Perfis de Remuneração das Empresas do Novo Mercado

A análise de diferentes perfis de remuneração das empresas é complementar às descritivas e de correlação, por meio da qual se pretende verificar se existem diferenças significativas entre os valores de remuneração dos diferentes perfis, bem como entre os indicadores de desempenho quando consideradas as formas de composição da remuneração, aqui segregadas entre (i) não existente ou não informada (NENI); (ii) somente fixa (SF) e (iii) fixa mais variável, mais baseadas em ações e outras (pós-emprego, cessão de cargo, etc.) (FVAO), para a diretoria estatutária e conselho de administração. Outra diferença de perfil de remuneração que foi analisada é entre empresas onde (i) existe remuneração baseada em ações comparativamente com onde (ii) não existe remuneração baseada em ações.

Inicialmente foi efetuada a prova de Kolmogorov-Smirnov a qual comprova se duas amostras foram extraídas da mesma população (ou de populações com a mesma distribuição). “A prova bilateral é sensível a qualquer diferença nas distribuições das quais se extraíram as amostras – diferenças de locação (tendência central), na dispersão, na assimetria, etc.” (SIEGEL, 1975, p. 144-145). Em particular, o teste foi usado para verificar a normalidade dos indicadores a serem testados. Constatou-se que os dados não seguem um padrão normal ($\text{sig} < 0,001$), tanto para as variáveis de remuneração quanto dos indicadores de desempenho, exceto pelo Índice de Endividamento ($\text{sig} = 0,116$) e Multiplicador de Capital Próprio ($\text{sig} = 0,599$). Ou seja, somente para esses dois indicadores poder-se-ia aceitar que seguem estatisticamente um padrão de normalidade. Contudo, considerando que a maior parte dos dados não atende aos pressupostos da ANOVA e que, para este estudo, não faz sentido analisar comportamentos de variáveis por procedimentos distintos, optou-se por analisar os resultados pelos testes de Mann-Whitney, Kruskal-Wallis e Mediana.

Por meio do teste de Kruskal-Wallis, é possível afirmar que os três perfis de remuneração NENI, SF e FVBO, são estatisticamente diferentes (estão em postos diferentes) com significância assintótica inferior a 0,001, tanto para a Diretoria Estatutária quanto para o Conselho de Administração. Em suma, verificamos que cada um desses perfis apresenta diferenças estatisticamente

significativas do valor nominal das remunerações e, portanto, realizamos o teste de Mann-Whitney e mediana para as duas categorias que apresentam remuneração, quais sejam SF e FVBO, tanto para a diretoria estatutária, conselho de administração e conselho fiscal. Por meio do referido teste, é possível afirmar que:

- a) os valores nominais de remuneração da diretoria estatutária são diferentes para os dois perfis (características) de remuneração, podendo ser confirmada pela mediana de remuneração que é estatisticamente diferente ($\text{sig} < 0,001$) (Tabela 26), sendo que empresas que possuem pacotes com remuneração FVBO efetivamente pagam mais do que as que pagam SF;
- b) os valores nominais do conselho de administração são estatisticamente diferentes, exceto pela remuneração fixa ($\text{sig} = 0,700$). Em relação à remuneração fixa, portanto, se não é diferente, pode-se então afirmar que é estatisticamente similar para todas as empresas (Tabela 26). Ademais, se a remuneração total é diferente e a remuneração fixa não é diferente, então podemos concluir que o que gera a diferença na remuneração total são as remunerações variáveis, baseadas em ações e outras;
- c) por óbvio, a remuneração do conselho fiscal é diferente quando há constituição comparada com os casos em que não há (resultado esperado). Contudo, pode-se afirmar que a remuneração total não varia significativamente pela existência ou não de conselho fiscal (Tabela 27), ou seja, não há significância assintomática ($\text{sig} = 0,329$) de que mediana da remuneração total dos agentes é diferente nas empresas que possuem conselho fiscal instaurado das que não possuem.

Tabela 26 - Mediana com Variável de Agrupamento por Perfil de Remuneração (subgrupo sem as empresas de remuneração ausente ou não informada)

| Variável de Agrupamento por Características de Remuneração (Fixa ou Fixa + Variável + Baseada em Ações e outras) | | Remuneração Total - Conselho Adm, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | Número de Membros | Remuneração Total | Total Remuneração Fixa | Baseada em Ações | Total Remuneração Variável | Variável por meio de Participação nos Resultados | Variável por meio de Bônus |
|--|--------------------------------------|---|-------------------|-------------------|------------------------|------------------|----------------------------|--|----------------------------|
| | | | | | | | | | |
| Diretoria Estatutária | N | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 |
| | Mediana | 7825142,0000 | 5,0000 | 6616111,1000 | 3483224,5000 | 17262,1000 | 1684838,0700 | 0,0000 | 359401,0000 |
| | Qui-quadrado | 34,163 | 14,082 | 34,163 | 12,299 | 42,418 | 42,418 | 23,174 | 42,418 |
| | df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Significância Assintótica | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |
| | Yates' Qui-quadrado | 32,239 | 12,854 | 32,239 | 11,155 | 40,271 | 40,271 | 21,523 | 40,271 |
| | Continuity df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Correction Significância Assintótica | ,000 | ,000 | ,000 | ,001 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |
| | N | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 |
| | Mediana | 8284568,2500 | 7,0000 | 864000,0000 | 745200,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Conselho de Administração | Qui-quadrado | 17,446 | 7,473 | 15,520 | 0,148 | 177,074 | 240,246 | 72,180 | 72,180 |
| | df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Significância Assintótica | ,000 | ,006 | ,000 | ,700 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |
| | Yates' Qui-quadrado | 16,591 | 6,900 | 14,714 | 0,079 | 173,041 | 236,015 | 68,492 | 68,492 |
| | Continuity df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Correction Significância Assintótica | ,000 | ,009 | ,000 | ,778 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 27 - Mediana com Variável de Agrupamento por Existência ou Não do Conselho Fiscal

| | Remuneração Total - Conselho Adm, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | Conselho Fiscal - Número de Membros | Conselho Fiscal - Remuneração Total | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado | |
|------------------------------|---|-------------------------------------|-------------------------------------|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|--------|--------|----------------------------|------------------|------|
| N | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | |
| Mediana | 7403123,7750 | 0,0000 | 0,0000 | 1,8038 | 1,7558 | 0,5435 | 0,4456 | 0,0798 | 0,0469 | 0,1153 | 0,0763 | 1,6000 | |
| Qui-quadrado | 1,134 | 496,137 | 508,000 | 9,107 | 3,813 | 19,696 | 9,107 | 7,091 | 3,151 | 3,813 | 3,813 | ,004 | |
| df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Significância Assintótica | ,287 | ,000 | ,000 | ,003 | ,051 | ,000 | ,003 | ,008 | ,076 | ,051 | ,051 | ,948 | |
| Yates' Continuity Correction | Qui-quadrado | 0,953 | 492,190 | 504,006 | 8,580 | 3,474 | 18,916 | 8,580 | 6,626 | 2,844 | 3,474 | 3,474 | ,001 |
| df | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Significância Assintótica | ,329 | ,000 | ,000 | ,003 | ,062 | ,000 | ,003 | ,010 | ,092 | ,062 | ,062 | ,982 | |

a. Variável de agrupamento: Conselho Fiscal

Fonte: Elaborado pela autora.

Considerando os resultados anteriormente mencionados, foram realizados testes de Mann-Whitney e mediana para os indicadores de desempenho também considerando os perfis de remuneração SF e FVBO, tanto para a diretoria estatutária, conselho de administração e conselho fiscal. Constatamos que os indicadores de desempenho não variam significativamente em função dos referidos perfis (características) de remuneração, tanto para a diretoria estatutária quanto para o conselho de administração, exceto pelo valor de mercado com (sig=0,026) e (sig=0,017), respectivamente (Tabela 28).

Portanto, se há diferenças entre as medianas de remuneração quando há remuneração SF de quando há uma composição entre fixa e outras remunerações, o resultado teoricamente esperado era de que os indicadores de desempenho também apresentassem diferenças nas medianas. Contudo, esse não um resultado constado (Tabela 28), bem como fortalece as conclusões de ausência de correlações entre os diferentes pacotes de remuneração e os indicadores de desempenho analisadas no tópico 4.2.

Nesse contexto, observa-se que as medianas da liquidez geral, endividamento e multiplicador de capital próprio são estatisticamente diferentes (sig<0,003) para as empresas que possuem conselho fiscal instaurado das que não possuem (Tabela 27). Pelo teste de Mann-Whitney se verificou que as medianas de liquidez geral e o multiplicador de capital próprio são menores, bem como o endividamento é maior para as empresas que possuem o conselho fiscal instaurado. É o conselho fiscal instaurado somente quando a situação econômica-financeira da companhia é menos favorável? Essa é mais uma questão que poderá ser hipótese de novos estudos.

Pela análise de mediana entre os perfis de (i) existência de remuneração baseada em ações comparativamente com (ii) não existência remuneração baseada em ações (Tabela 29), verifica-se que a mediana de remuneração da remuneração total é diferente entre os dois perfis tanto para a diretoria estatutária quanto para o conselho de administração (sig<0,001). Fica constatada, também, que a remuneração fixa é diferente para a diretoria estatutária (sig<0,001), porém não é diferente para o conselho de administração (sig=0,682). Ademais, a participação nos resultados não varia muito para os referidos órgãos de gestão em decorrência desses perfis de remuneração. Além disso, constata-se que a mediana de remuneração total e fixa é maior nas

empresas que possuem remuneração baseada em ações, exceto pela remuneração fixa do conselho de administração que não varia significativamente.

Por fim, em relação à mediana dos indicadores de desempenho considerando os referidos perfis da remuneração baseada em ações, constata-se que não variam, exceto pelo valor de mercado.

Uma vez efetuada a apresentação e análise dos resultados, temos a seguir a conclusão.

Tabela 28 - Mediana dos Indicadores de Desempenho com Variável de Agrupamento por Perfil de Remuneração

| | | Liquidez Geral | Liquidez Corrente | Índice de Endividamento | Multiplicador de Capital Próprio | Margem Líquida | ROA | ROE | Retorno Bruto Sobre Ativos | Valor de Mercado | |
|--|------------------------------|----------------|-------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------|--------|--------|----------------------------|------------------|--------|
| | | | | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 | 484 |
| Variável de Agrupamento por Características de Remuneração (Fixa ou Fixa + Variável + Baseada em Ações e outras) | Diretoria Estatutária | | 1,8274 | 1,7974 | 0,5442 | 0,4528 | 0,0835 | 0,0505 | 0,1195 | 0,0784 | 1,6000 |
| | N | | 0,697 | 0,251 | ,697 | ,697 | 2,259 | 4,713 | 4,713 | 2,259 | 5,749 |
| | Mediana | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Qui-quadrado | | ,404 | ,616 | ,404 | ,404 | ,133 | ,030 | ,030 | ,133 | ,017 |
| | df | | 0,446 | 0,112 | ,446 | ,446 | 1,785 | 4,016 | 4,016 | 1,785 | 4,976 |
| | Significância Assintótica | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Yates' Continuity Correction | | ,504 | ,738 | ,504 | ,504 | ,182 | ,045 | ,045 | ,182 | ,026 |
| | Qui-quadrado | | 3,766 | 0,239 | 3,998 | 3,766 | ,817 | ,485 | ,817 | ,817 | 5,686 |
| | df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | Significância Assintótica | | ,052 | ,625 | ,046 | ,052 | ,366 | ,486 | ,366 | ,366 | ,017 |
| Conselho de Administração | | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | 457 | |
| N | | 1,8237 | 1,7958 | 0,5465 | 0,4517 | 0,0805 | 0,0504 | 0,1173 | 0,0775 | 1,7000 | |
| Mediana | | 4,179 | 0,351 | 4,423 | 4,179 | 1,015 | ,640 | 1,015 | 1,015 | 6,192 | |
| Qui-quadrado | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| df | | ,041 | ,553 | ,035 | ,041 | ,314 | ,424 | ,314 | ,314 | ,013 | |
| Significância Assintótica | | 3,766 | 0,239 | 3,998 | 3,766 | ,817 | ,485 | ,817 | ,817 | 5,686 | |
| Yates' Continuity Correction | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Qui-quadrado | | ,052 | ,625 | ,046 | ,052 | ,366 | ,486 | ,366 | ,366 | ,017 | |
| df | | | | | | | | | | | |
| Significância Assintótica | | | | | | | | | | | |

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 29 - Mediana com Variável de Agrupamento por Existência ou Não de Plano de Opção em Ações

| Variável de Agrupamento por Existência ou Não de Remuneração Baseada em Ações | | | Remuneração Total - Conselho Adm, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal | Número de Membros | Remuneração Total | Total Remuneração Fixa | Baseada em Ações | Total Remuneração Variável | Variável por meio de Participação nos Resultados | Variável por meio de Bônus |
|---|-----------------------|--------------|---|-------------------|-------------------|------------------------|------------------|----------------------------|--|----------------------------|
| | Diretoria Estatutária | N | | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 |
| Mediana | | 7403123,7750 | 5,0000 | 6318053,4450 | 3279784,0000 | 0,0000 | 1473561,8200 | 0,0000 | 188392,8750 | |
| Qui-quadrado | | 106,117 | 2,279 | 102,490 | 30,315 | 504,009 | 30,315 | 1,215 | 3,817 | |
| df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Significância Assintótica | | ,000 | ,131 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,270 | ,051 | |
| Yates' Qui-quadrado | | 104,296 | 2,018 | 100,699 | 29,345 | 500,026 | 29,345 | 1,017 | 3,478 | |
| Continuity df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Correction Significância Assintótica | | ,000 | ,155 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,313 | ,062 | |
| N | | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | |
| Mediana | | 7403123,7750 | 7,0000 | 734230,5000 | 636238,5000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| Qui-quadrado | | 37,727 | 16,853 | 8,216 | ,168 | 508,000 | 6,019 | ,022 | 8,381 | |
| df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Significância Assintótica | | ,000 | ,000 | ,004 | ,682 | ,000 | ,014 | ,883 | ,004 | |
| Yates' Qui-quadrado | | 36,069 | 15,702 | 7,452 | ,075 | 498,580 | 5,131 | ,025 | 6,712 | |
| Continuity df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Correction Significância Assintótica | | ,000 | ,000 | ,006 | ,785 | ,000 | ,024 | ,875 | ,010 | |
| Conselho de Administração | | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | 508 | |
| Mediana | | 7403123,7750 | 7,0000 | 734230,5000 | 636238,5000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| Qui-quadrado | | 37,727 | 16,853 | 8,216 | ,168 | 508,000 | 6,019 | ,022 | 8,381 | |
| df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Significância Assintótica | | ,000 | ,000 | ,004 | ,682 | ,000 | ,014 | ,883 | ,004 | |
| Yates' Qui-quadrado | | 36,069 | 15,702 | 7,452 | ,075 | 498,580 | 5,131 | ,025 | 6,712 | |
| Continuity df | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Correction Significância Assintótica | | ,000 | ,000 | ,006 | ,785 | ,000 | ,024 | ,875 | ,010 | |

Fonte: Elaborado pela autora.

5 CONCLUSÃO

Este estudo analisou os resultados obtidos por diferentes perfis de empresas quanto aos tipos de remuneração e órgãos de gestão, enfocando empresas de capital aberto brasileiras no segmento de Novo Mercado. Em um mundo onde os grandes escândalos financeiros têm motivado muitas discussões sobre o papel do administrador (agente), a transparência de informações quanto aos pacotes de remuneração tem sido cada vez mais requerida, o que permitiu a realização deste estudo com objetivo de identificar a correlação entre a remuneração dos agentes e os indicadores de desempenho.

A constatação de que a maioria da população do estudo divulga o pacote de remuneração dos agentes demonstra a preocupação com o atendimento às normas e representa um passo importante para a transparência de informações no Brasil. Esse atendimento à normatização viabilizou o mapeamento da composição das remunerações de agentes das empresas brasileiras listadas no segmento de Novo Mercado.

Por esse mapeamento, constatou-se que do total da remuneração dos agentes: (i) 86,8% foram destinados à diretoria estatutária; (ii) 12,1% para o conselho de administração; e (iii) 1,1% para o conselho fiscal. Há uma grande concentração de remuneração fixa, sendo 40,4% e 68,6%, respectivamente dos valores pagos para a diretoria estatutária e ao conselho de administração. A remuneração do conselho de administração, apesar de representar somente 12,1% da remuneração total, surpreende por ter em sua composição remuneração baseada em ações, uma vez que podem ser membros do conselho de administração diretores, mas também os próprios acionistas. Ainda considerando a concentração do capital em um acionista majoritário no Brasil, o qual, em princípio, ocupa posição no conselho de administração, afastaria por hipótese a prática de remuneração baseada em ações para esse órgão de gestão. Quanto ao conselho fiscal, a remuneração por si só não é representativa. Contudo, o resultado surpreendente é que, mesmo nas empresas de Novo Mercado, onde se pressupõe que a governança corporativa possui práticas diferenciadas e que a transparência exigida para esse segmento ratifica a necessidade de conselho fiscal, este não está instaurado em 50,6% dos casos. Do ponto de vista de gestão, essas análises são mais um tijolo na construção do

conhecimento quanto às características de composição de remuneração das empresas brasileiras e poderá ser um ponto de partida ou de contribuição para estudos futuros.

Dentre os resultados observados, além do fato de haver pagamento baseado em ações para o conselho de administração, o que surpreende é sua concentração (76,0%) em 4 empresas das 127 listadas no Novo Mercado, quais sejam: OGX Petróleo e Gás Participações S.A., ENEVA S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A. e LLX Logística S.A.. Essa constatação levanta hipóteses para estudos futuros. O que motiva as empresas a remunerar com base em ações o conselho de administração? Conforme mencionado ao longo deste estudo são essas remunerações em ações destinadas a todos os conselheiros acionistas ou diretores? Teria a remuneração baseada em ações sido utilizada como instrumento de incentivo aos conselheiros não acionistas, seja para exercício de uma liderança mais ativa ou para aumentar a atratividade do cargo? Há alguma associação entre concentração ou diversificação de capital para tomada de decisão quanto ao pacote de remuneração do conselho de administração?

Ademais, por meio desse mapeamento, foram obtidas as características da prática brasileira de remuneração que, ressalvadas eventuais diferenças decorrentes da temporalidade dos estudos, são diferentes da norte-americana descrita no referencial teórico. A remuneração variável e baseada em ações tem um aparente padrão de crescimento de 2009 a 2012 no Brasil, sendo que apresentaram uma variação significativa de 1996 a 2002 nos EUA. Pelo que se observou no Brasil, a remuneração fixa e as variáveis da diretoria estatutária aumentaram nas mesmas proporções, exceto para 2012. Nos EUA, a remuneração em caixa (fixa) continuou a crescer em termos reais; mas depois de meados dos anos 1980, tornou-se uma pequena parte do pacote de remuneração total, ao passo que a remuneração total teve um significativo crescimento, basicamente impulsionada pelas opções em ações (Figuras 2 e 3). Será que temos no pagamento de remuneração baseada em ações para o conselho de administração uma pequena amostra do que foi a remuneração dos executivos nos EUA nos últimos 30 anos, que disparou impulsionada em grande parte pelo aumento dos subsídios dos prêmios de opção (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004) e os levou a diversos escândalos financeiros?

A partir do mapeamento das remunerações dos agentes, cumpriu-se o objetivo geral, qual seja de identificar associações entre os pacotes de remuneração dos agentes de empresas brasileiras de capital aberto e indicadores de desempenho financeiro das respectivas empresas. Para tanto, foram realizadas análises de correlação, por meio das quais se constatou basicamente o oposto do que era esperado. De acordo com Jensen, Murphy e Wruck (2004), pacotes de remuneração de executivos bem elaborados podem mitigar problemas de agência, unindo interesses de gestores e acionistas e os indicadores de desempenho, por sua vez, são medidas que indicam se a estratégia da empresa, sua implementação e execução geram retorno para os acionistas. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009). Portanto, uma vez que a gestão das empresas é função dos agentes, era esperado que sua remuneração estivesse associada ao retorno para os acionistas.

Contudo, apesar de, por exemplo, 87,6% e 35,63% da população possuir remuneração variável e ou baseada em ações para a diretoria estatutária e conselho de administração, respectivamente, o que se observou foram correlações de rentabilidade, liquidez e valor de mercado presentes, mesmo que, na maior parte dos casos com coeficiente fraco. Este resultado está alinhado com o observado por Jensen e Murphy (1990) que concluíram que embora os bônus representavam 50 por cento do salário CEO, estes eram concedidos de formas que não eram altamente sensíveis ao desempenho medido por mudanças no valor de mercado das ações, no lucro contábil ou vendas.

Para a diretoria estatutária, uma vez segregados subgrupos onde as remunerações são diferentes de zero, é observada exclusivamente correlação entre a participação nos resultados e margem líquida (0,162, sig = 0,034). Contudo, quando pelas análises adicionais dos índices relativos das remunerações, são observadas correlações de FVB com margem líquida (-0,119, sig = 0,049), ROA (-0,137, sig = 0,023), Retorno Bruto Sobre Ativos (-0,131, sig = 0,030) e Valor de Mercado (-0,132; sig = 0,029), bem como FVPR com Margem Líquida (-0,155, sig = 0,044) e FBA com retorno bruto sobre ativos (0,133; sig = 0,038), todos de intensidade fraca.

Para o conselho de administração, no entanto, o que se observa é correlação exclusivamente entre remuneração variável e margem líquida (0,336, sig = 0,002), sendo que pelas análises adicionais de correlação dos indicadores

de desempenho e os índices relativos de remuneração, se observa associação entre FV a liquidez corrente (-0,275, sig = 0,020) e FBA e o valor de mercado de (-0,301, sig = 0,023), porém novamente com intensidade fracas.

Esses resultados levantam questões para futuras pesquisas. Qual a importância da teoria da agência na decisão das empresas quando da elaboração dos pacotes de remuneração dos seus agentes das empresas listadas no Novo Mercado. A criação de valor para o acionista está entre os fatores que influenciam a tomada de decisão quanto ao pacote de remuneração dos agentes? Os incentivos de gestão focados no tamanho da empresa, estabilidade e lucratividade estão sendo substituídos por incentivos baseados na criação de valor para as empresas? Quais as medidas existentes para evitar resultados perversos para as empresas que concedem remuneração baseadas em ações, tais como as analisadas nos estudos de Jensen, Murphy e Wruck (2004) e Coffe (2005)? Os contratos com pagamentos baseados em ações são suficientemente fortes e/ou eficientes para evitar danos aos acionistas decorrentes de pacotes de remuneração mal elaborados? Dentre outras questões, está a compreensão do que é entendido como pacotes de remuneração bem elaborados na cultura brasileira, se a participações nos resultados, bônus e remunerações baseadas em ações são efetivamente motivadores para os agentes trabalhem mais focados nos objetivos do acionista, ou e se a remuneração fixa já é suficientemente representativa que o apetite pelos demais componentes de remunerações se torna baixo. O

Ademais, pelos estudos de Franco-Santos (2007), o risco do negócio e a cultura organizacional são fatores que moderam a relação entre o uso da diversidade de medidas nos sistemas de incentivos anuais dos executivos e o desempenho da empresa. Ainda, a conclusão geral foi que o uso de medidas de desempenho não financeiras, além de medidas de desempenho financeiro nos incentivos anuais dos executivos pode ser prejudicial para o desempenho organizacional. Portanto, uma nova hipótese de estudos futuros surge, qual seja, se há variáveis não financeiras (quais?) para elegibilidade das remunerações variáveis e baseadas em ações pelo agente das empresas listadas no Novo Mercado.

Pelos testes de Mann-Whitney, Kruskal-Wallis e Mediana se constatou que: (i) os montantes totais de remunerações dos agentes são estatisticamente

diferentes dependendo da composição do pacote de remuneração; e (ii) os indicadores de desempenho não variam significativamente em função da característica do pacote de remuneração ser SF ou FVBO, tanto para a diretoria estatutária quanto para o conselho de administração, exceto pelo valor de mercado com sig = 0,026 e sig = 0,017, respectivamente, o que reforça as hipóteses de estudos futuros anteriormente mencionadas.

Por fim, verificou-se a incipiência do conselho fiscal apesar de ser esse um mecanismo importante de governança corporativa. Portanto, atendeu-se o objetivo específico de mapeamento da existência ou não de conselho fiscal, contudo a constatação de que somente 50,4 % da população possuía esse órgão instaurado é algo que chamou atenção. Outra constatação é que as medianas de liquidez geral e o multiplicador de capital próprio são menores, bem como o endividamento é maior para as empresas que possuem o conselho fiscal instaurado das que não possuem, o que ratifica a necessidade de estudos futuros sobre os fatores que influenciam a elaboração dos pacotes de remuneração do agente das empresas brasileiras do Novo Mercado.

REFERÊNCIAS

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, Information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, Nashville, 1972. Disponível em: <www.aeaweb.org/aer/top20/62.5.777-795.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2013.

ANDRADE, L. P. de et al. Governança corporativa: uma análise da relação entre conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 04-31, jul./ago. 2009.

BACKES, R. G. et al. Governança corporativa e performance organizacional: descrição sobre estudos sobre o tema. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 28, n. 2, p. 59-73, maio/ago. 2009. Disponível em: <<http://www.periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/9798>>. Acesso em: 18 abr. 2013.

BROWN L. D.; CAYLOR, M. L. **Corporate governance and firm performance**. Georgia: Georgia State University, 2004.

BEDICKS, H. B. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. Macmillan, 1932. Disponível em: <<http://www.unz.org/Pub/BerleAdolf-1932>>. Acesso em: 16 mar. 2013.

BLOOMBERG. **Stock chart**. Nova York, 2014a. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/quote/OGXP3:BZ/chart>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

_____. **Stock chart**. Nova York, 2014b. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/quote/ENEV3:BZ/chart>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

_____. **Stock chart**. Nova York, 2014c. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/quote/MMXM3:BZ>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

_____. **Stock chart**. Nova York, 2014d. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/quote/LLXL3:BZ/chart>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas**. São Paulo, 2013a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 17 abr. 2013.

_____. **Segmentos de listagem**. São Paulo, 2013b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 07 abr. 2013.

BM&FBOVESPA. 2013c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 17 abr. 2013.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em: 16 abr. 2013.

_____. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 18 abr. 2013.

_____. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Altera o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972. Alterada pela Lei nº 12.024, de 27 de agosto de 2009. Alterada pela Lei nº 12.833, de 20 de junho de 2013. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/leis/2009/lei11941.htm>>. Acesso em: 18 abr. 2013.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404_compilada.htm>. Acesso em: 16 abr. 2013.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. **Financial accounting information and corporate governance**. [S.l.: s.n.], 2001.

CAMPOS, G. M.; MARTINS, G. A.; DINIZ, J. A. **Fronteiras da pesquisa sobre governança corporativa: uma análise epistemológica**. [S.l.: s.n.], 2011.

CARNEIRO, J.; SILVA, J. F. Medidas contábeis-financeiras como indicadores de desempenho organizacional: análise crítica de sua conceituação e operacionalização. **eGesta: Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 6, n. 3, jul./ago. 2010.

CHARAM, R. **Reinventando a governança corporativa**. São Paulo: Elsevier, 2010.

COFFEE, J. C. A theory of corporate scandals: why the u.s. and europe differ. **Social Science Electronic Publishing**, New York, n. 274, Mar. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 06 abr. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Instrução CVM 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 03 abr. 2013.

_____. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 17 nov. 2013.

DONALDSON, L. **The contingency theory of organizational design: challenges and opportunities**. [S.l.: s.n.], 2001.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FRANCO, T. Transparência em destaque. **Revista Capital Aberto**, ano 2, n. 22, jun. 2005.

FRANCO-SANTOS, M. **The performance impact of using measurement diversity in executives' annual incentive system**. Cranfield University, PhD Thesis, 2007.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS - FIPECAFI. **Análises sobre o IFRS no Brasil**. São Paulo: FIPECAFI Cultura Contábil, Atuarial e Financeira, 2012.

HAIR JR., J. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

_____. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats?. **Quarterly Journal of Economics**, v. 113, issue 3, Aug. 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GESTÃO CULTURAL - IBGC. Guia de orientação para o Conselho Fiscal. **Caderno de Governança Corporativa**, 2. ed., 2007. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Cadernos&CodCaderno=2>>. Acesso em: 13 abr. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GESTÃO CULTURAL - IBGC. **Origem da boa governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 06 abr. 2013.

IUDÍCIBUS, S.; MARION J. C. **Curso de contabilidade para não contadores**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

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

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

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

_____; _____; WRUCK E. G. **Remuneration**: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Jul. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 06 abr. 2013.

_____; ZIMMERMAN, J. L. Management compensation and the managerial labor market. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 3-9, 1985.

KAPLAN, R.S.; NORTON D. P. The balanced scorecard: measures that drive performance. **Harvard Business Review**, Boston, Jan./Feb. 1992.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, 11 Oct. 1999.

LOMBARDI, J. C. (Org.). **Pesquisa em educação**: história, filosofia e temas transversais. 2. ed. Campinas: Autores Associados; Caçador: HisterdBR-Unc, 2000.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Fundamentos de metodologia científica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

NATHAN, C.; BARRAL, J. D. C.; CHUNG, A. Say on Pay 2011: proxy advisors on course for hegemony. **New York Law Journal**, 28 Nov. 2011.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO - OCDE. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 06 abr. 2013.

PERIÓDICOS CAPES. Disponível em: <http://www.periodicos.capes.gov.br/ez101.periodicos.capes.gov.br/index.php?option=com_phome>. Acesso em: 18 abr. 2013.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, F. J. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; BATISTA, L. P. **Metodologia de pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SHLEIFER, A.; WISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997.

SIEGEL, S. **Estatística não paramétrica**. São Paulo: McGraw-Hill, 1975.

SILVA, E. C. da. **Governança corporativa nas empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, J. Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**. São Paulo: Saint Paul, 2006.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**. São Paulo: Saint Paul, 2010.

TERENSE, A. C. F.; ESCRIVÃO FILHO, E. Abordagem quantitativa, qualitativa e a utilização da pesquisa-ação nos estudos organizacionais. In: XXVI ENEGEP - Fortaleza, CE, Brasil, 9 a 11 de outubro de 2006.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

ZINGALES, L. Corporate governance: the new palgrave dictionary of economics and the law. **NBER&CEPR**, Chicago, Oct. 1997.

APÊNDICE A - População Analisada por Setor de Atividade

| | | Frequência | Porcentagem |
|--------------|---|------------|--------------|
| Válido | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração | 19 | 15,0 |
| | Comércio (Atacado e Varejo) | 10 | 7,9 |
| | Serviços Transporte e Logística | 9 | 7,1 |
| | Emp. Adm. Part. - Const. Civil, Mat. Const. e Decoração | 8 | 6,3 |
| | Agricultura (Açúcar, Álcool e Cana) | 7 | 5,5 |
| | Alimentos | 6 | 4,7 |
| | Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal | 6 | 4,7 |
| | Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças | 6 | 4,7 |
| | Energia Elétrica | 4 | 3,1 |
| | Serviços médicos | 4 | 3,1 |
| | Têxtil e Vestuário | 4 | 3,1 |
| | Comunicação e Informática | 3 | 2,4 |
| | Emp. Adm. Part. - Comércio (Atacado e Varejo) | 3 | 2,4 |
| | Emp. Adm. Part. - Educação | 3 | 2,4 |
| | Emp. Adm. Part. - Energia Elétrica | 3 | 2,4 |
| | Emp. Adm. Part. - Alimentos | 2 | 1,6 |
| | Emp. Adm. Part. - Petróleo e Gás | 2 | 1,6 |
| | Emp. Adm. Part. - Seguradoras e Corretoras | 2 | 1,6 |
| | Extração Mineral | 2 | 1,6 |
| | Intermediação Financeira | 2 | 1,6 |
| | Petróleo e Gás | 2 | 1,6 |
| | Petroquímicos e Borracha | 2 | 1,6 |
| | Saneamento, Serv. Água e Gás | 2 | 1,6 |
| | Bancos | 1 | ,8 |
| | Bolsas de Valores/Mercadorias e Futuros | 1 | ,8 |
| | Brinquedos e Lazer | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Comunicação e Informática | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Extração Mineral | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Farmacêutico e Higiene | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Hospedagem e Turismo | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Intermediação Financeira | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. e Peças | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Serviços Transporte e Logística | 1 | ,8 |
| | Emp. Adm. Part. - Têxtil e Vestuário | 1 | ,8 |
| | Farmacêutico e Higiene | 1 | ,8 |
| | Gráficas e Editoras | 1 | ,8 |
| | Metalurgia e Siderurgia | 1 | ,8 |
| | Papel e Celulose | 1 | ,8 |
| | Telecomunicações | 1 | ,8 |
| Total | | 127 | 100,0 |

Fonte: Elaborado pela autora.

APÊNDICE B - Diretoria - Tabulação Cruzada das Principais Remunerações 2009 a 2012

| | | Diretoria - Remuneração Fixa | | | | Diretoria - Baseada em Ações | | | | Diretoria - Bônus | | | | Diretoria - Participação nos Resultados | | | |
|---|------|------------------------------|------|------|------|------------------------------|------|------|------|-------------------|------|------|------|---|------|------|------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Diretoria - Remuneração Fixa | 2009 | 115 | | | | 47 | | | | 63 | | | | 38 | | | |
| | 2010 | | 121 | | | | 64 | | | | 72 | | | | 40 | | |
| | 2011 | | | 122 | | | | 63 | | | | 72 | | | | 47 | |
| | 2012 | | | | 125 | | | | 70 | | | | 67 | | | | 46 |
| Diretoria - Baseado em Ações | 2009 | 47 | | | | 47 | | | | 26 | | | | 16 | | | |
| | 2010 | | 64 | | | | 64 | | | | 37 | | | | 22 | | |
| | 2011 | | | 63 | | | | 63 | | | | 36 | | | | 24 | |
| | 2012 | | | | 70 | | | | 70 | | | | 37 | | | | 26 |
| Diretoria - Bônus | 2009 | 63 | | | | 26 | | | | 63 | | | | 7 | | | |
| | 2010 | | 72 | | | | 37 | | | | 72 | | | | 8 | | |
| | 2011 | | | 72 | | | | 36 | | | | 72 | | | | 12 | |
| | 2012 | | | | 67 | | | | 37 | | | | 67 | | | | 12 |
| Diretoria - Participação nos Resultados | 2009 | 38 | | | | 16 | | | | 7 | | | | 38 | | | |
| | 2010 | | 40 | | | | 22 | | | | 8 | | | | 40 | | |
| | 2011 | | | 47 | | | | 24 | | | | 12 | | | | 47 | |
| | 2012 | | | | 46 | | | | 26 | | | | 12 | | | | 46 |

Fonte: Elaborado pela autora.

ANEXO A - Comparativo dos Segmentos de Listagem

Comparativo dos Segmentos de Listagem

| | NOVO MERCADO | NÍVEL 2 | NÍVEL 1 | BOVESPA MAIS | TRADICIONAL |
|---|--|--|---|--|---|
| Características das Ações Emitidas | Permite a existência somente de ações ON | Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais) | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) | Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) |
| Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float) | No mínimo 25% de free float | | | 25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez | Não há regra |
| Distribuições públicas de ações | Esforços de dispersão acionária | | | Não há regra | |
| Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011) | Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas" | | Não há regra | | |
| Composição do Conselho de Administração | Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos | | Mínimo de 3 membros (conforme legislação) | | |
| Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011) | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão) | | | Não há regra | |
| Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011) | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia | | Não há regra | | |
| Demonstrações Financeiras | Traduzidas para o inglês | | Conforme legislação | | |
| Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos | Obrigatório | | | Facultativo | |
| Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011) | Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta | | | Não há regra | |
| Concessão de Tag Along | 100% para ações ON | 100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011) | 80% para ações ON (conforme legislação) | 100% para ações ON | 80% para ações ON (conforme legislação) |
| Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico | Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento | | Conforme legislação | Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento | Conforme legislação |
| Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado | Obrigatório | | Facultativo | Obrigatório | Facultativo |

Fonte: BM&FBOVESPA (2013b).