

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL - UFRGS**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

DANIEL HENRIQUE WENDLAND SANTANNA

**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA:**  
**Evidências Empíricas de Amplitude Salarial na Diretoria**  
**Estatutária e Análise de seus Possíveis Determinantes**

PORTO ALEGRE

2011

DANIEL HENRIQUE WENDLAND SANTANNA

**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA:  
Evidências Empíricas de Amplitude Salarial na Diretoria  
Estatutária e Análise de seus Possíveis Determinantes**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares  
Terra

PORTO ALEGRE

2011

DANIEL HENRIQUE WENDLAND SANTANNA

**REMUNERAÇÃO EXECUTIVA:  
Evidências Empíricas de Amplitude Salarial na Diretoria  
Estatutária e Análise de seus Possíveis Determinantes**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final:

Aprovado em ..... de ..... de .....

BANCA EXAMINADORA

---

Orientador – Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

---

Prof. Roberto Lamb

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais, Ivan e Ingrid, e irmã, Fernanda, pelo amor e apoio que sempre me deram, sem o qual certamente não conseguiria alcançar nenhum de meus objetivos. O exemplo deles é a base de todas as minhas conquistas.

A minha namorada, Paula Oppermann, agradeço pela cumplicidade, carinho e palavras de incentivo nos momentos difíceis. Nada que escreva nestes agradecimentos poderá demonstrar o quanto sua presença se fez importante.

Ao Prof. Dr. Paulo Terra agradeço por ter aceitado a tarefa de me orientar. Todas as orientações e conversas contribuíram de forma significativa para o alcance deste objetivo.

Por fim, agradeço a doutoranda Fernanda Victor pela ajuda dispensada durante toda a elaboração deste trabalho. Sua dedicação e comprometimento foram muito importantes para a conclusão deste estudo.

## RESUMO

A Governança Corporativa apresenta-se como proposta de viabilizar o ganho das organizações mediante a solução dos conflitos entre acionistas, gestores, auditores externos, conselheiros fiscais, funcionários, credores e clientes. A remuneração executiva, ferramenta da Governança Corporativa, representa um dos principais mecanismos internos que as organizações dispõem para mitigar os problemas de agência. Entretanto, dependendo de como as empresas estabelecem o sistema de remuneração de seus executivos, é possível encontrar situações em que os gestores priorizem metas individuais e de curto prazo, desalinhadas dos interesses de longo prazo dos acionistas. O Brasil deu um importante passo em direção à maior transparência na divulgação de informações financeiras, através da Instrução Normativa 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vigente a partir de dezembro de 2009, e seu respectivo Formulário de Referência. Entre as várias exigências do formulário para as companhias de capital aberto, a mais relevante para o presente estudo refere-se às informações sobre remuneração executiva. A partir da análise das informações divulgadas no Formulário de Referência e *web sites* de 143 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), o objetivo principal deste estudo foi evidenciar a amplitude salarial na diretoria estatutária e analisar seus possíveis determinantes. Amplitude salarial foi entendida como a diferença entre a maior e menor remuneração individual na diretoria estatutária de cada empresa. Os resultados da análise multivariada de regressão linear indicam que maior valor de mercado, nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado ou Nível 2, maior número de conselheiros independentes e maior alavancagem de controle podem ser considerados fatores explicativos e estatisticamente significativos da amplitude salarial para as respectivas empresas. É possível concluir que maior valor de mercado e alavancagem de controle tiveram um resultado esperado. Alavancagem de controle indicou que quando um acionista possui um percentual de voto significativamente maior que seu percentual de capital investido, a respectiva empresa tende a ter uma maior amplitude salarial. A hipótese seria de que o acionista controlador poderia influenciar a estrutura de remuneração em benefício próprio. Já maior valor de mercado indicou que empresas com maior valor de mercado tenham uma política de remuneração proporcionalmente maior, e com isso uma maior amplitude salarial. Entretanto, níveis diferenciados de governança corporativa e membros independentes no Conselho não foram condizentes com o esperado. O estudo mostrou que quanto mais conselheiro independente e um melhor nível de governança corporativa (Novo Mercado ou Nível 2), maior será a amplitude salarial na diretoria estatutária.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Remuneração executiva. Amplitude salarial. Determinantes da amplitude salarial.

## ABSTRACT

Corporate Governance is presented as a proposal to enable organizations to gain by conflicts between shareholders, managers, auditors, tax advisers, employees, creditors and customers. Executive compensation, corporate governance tool, is a major internal mechanism that organizations have to mitigate agency problems. However, depending on how firms establish their compensation structure, it is possible to find situations in which managers give priority to individual and short-term goals than long-term interests of shareholders. Brazil has taken an important step toward greater financial transparency in the dissemination of information through Normative Instruction 480 of the Brazilian Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários - CVM), in force since December 2009, and its respective Reference Form (Formulário de Referência). Among the many requirements of the form for publicly traded companies, the most relevant to this study refers to the information about executive compensation. From the analysis of information highlighted in the Reference Form and the *Web sites* of 143 companies listed on the Stock Exchange of São Paulo (BM&FBOVESPA), the main goal of this study was to demonstrate the salary range for the top managers and analyze their determinants. Salary range was defined as the difference between the highest and lowest individual remuneration. The results of multivariate linear regression analysis indicates that higher market value, differentiated level of corporate governance *Novo Mercado* or *Nível 2*, a greater number of independent directors and leverage of control can be considered statistically significant explanatory factors of the salary range for their respective companies. It is possible to conclude that a high market value and leverage of control had an expected result. Leverage of control indicated that when a shareholder has a significantly higher percentage of votes than his percentage of invested capital, their companies tend to have a higher salary range. The hypothesis is that the controlling shareholder could influence the structure of remuneration for their benefit. For the market value, it indicated that companies with higher market value have a proportionally higher remuneration policy, and thus a higher salary range. For the variables different levels of corporate governance and independent directors, the results were not consistent with expectations. The study showed that the more independent directors and a better standard of corporate governance (*Novo Mercado* or *Nível 2*), the higher the salary range for the top managers.

**Keywords:** Executive compensation. Corporate governance. Salary range. Determinants of the salary range.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Relação de agência .....	24
Figura 2 - Quatro valores fundamentais da governança corporativa.....	28
Figura 3 - Cinco modelos de conselho de administração.....	30

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Teste Anova entre empresas do 1° e 2° Tercil de dispersão salarial .....	46
Tabela 2 - Teste Anova para empresas com ADRs, nível diferenciado de governança corporativa e comitê de remuneração .....	47
Tabela 3 - Determinantes da amplitude salarial na diretoria estatutária.....	49



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Mediana da remuneração individual do Conselho de Administração (R\$/ano) .....	14
Gráfico 2 - Maior remuneração individual do Conselho de Administração (R\$/ano) .	15
Gráfico 3 - Mediana da remuneração individual na Diretoria Estatutária (R\$/ano)....	16
Gráfico 4 - Maior remuneração individual da diretoria estatutária (R\$/ano) .....	16
Gráfico 5 - Composição da remuneração média da Diretoria Estatutária. ....	32
Gráfico 6 – Parcela fixa e variável na remuneração da Diretoria Estatutária .....	33
Gráfico 7 - Mediana da remuneração fixa da diretoria estatutária (R\$/ano).....	34
Gráfico 8 - Empresas que divulgaram a seção 13.11 .....	39

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Valor de mercado das empresas por setor nas amostras 1 e 2 .....	39
Quadro 2 - Média da amplitude salarial por setor.....	42
Quadro 3 - Média da dispersão salarial por setor.....	43
Quadro 4 - Parcela fixa e variável da remuneração .....	44
Quadro 5 - Descrição das variáveis para seus valores mínimo, 1º tercil, mediana, média, 2º tercil e máximo. ....	45
Quadro 6 – Descrição das variáveis binárias .....	46

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
<b>2 JUSTIFICATIVA</b> .....	<b>19</b>
<b>3 OBJETIVOS</b> .....	<b>21</b>
3.1 OBJETIVO GERAL .....	21
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	21
<b>4 REVISÃO TEÓRICA</b> .....	<b>22</b>
4.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	22
4.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
4.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA.....	31
4.4 ESTATÍSTICA APLICADA.....	35
<b>5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>37</b>
5.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	37
5.2 POPULAÇÃO ALVO .....	38
5.3 COLETA DE DADOS .....	40
5.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS.....	41
5.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO.....	41
<b>6 RESULTADOS</b> .....	<b>42</b>
6.1 PRÁTICAS DE REMUNERAÇÃO .....	42
6.2 ANÁLISE DE VARIÂNCIA.....	46
6.3 POSSÍVEIS DETERMINANTES DA AMPLITUDE SALARIAL NA DIRETORIA ESTATUTÁRIA.....	48
<b>7 CONCLUSÃO</b> .....	<b>52</b>
7.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	52
7.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....	54
7.3 SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....	54
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>56</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Governança Corporativa pode ser entendida como um sistema pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com o relacionamento entre Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria Estatutária, Auditoria Independente e Conselho Fiscal (IBGC, 2010). O surgimento destes órgãos societários é reflexo do crescimento das organizações. Com as grandes corporações, o movimento de separação entre propriedade e gestão tornou-se cada vez mais comum, tendo em vista a dificuldade dos proprietários ou acionistas majoritários administrarem seus próprios negócios. Como resultado, agentes são contratados para gerenciar o dia-a-dia destas empresas (ANDRADE e ROSSETTI, 2007).

Diante deste contexto, garantir a harmonia entre os vários órgãos societários tornou-se imperativo para o bom andamento dos negócios. Como fator atenuante deste cenário, observa-se que, em muitos casos, os interesses entre proprietários e agentes não são os mesmos. De um lado, há o proprietário que visa rentabilidade para sua empresa. Do outro, o agente que quer maximizar seu próprio ganho. Dada esta relação complexa de poder, a Teoria da Agência mostra-se mais atual do que nunca, tendo em vista que seu principal objetivo é lidar com os problemas e custos decorrentes da separação entre propriedade e gestão, assim como apresentar formas de minimizá-los (SOUZA, 2005).

Com base neste cenário, a Governança Corporativa apresenta-se como proposta de viabilizar o ganho das organizações mediante os conflitos entre acionistas, gestores, auditores externos, conselhos fiscais, funcionários, credores e clientes. Uma das ferramentas usadas pela Governança Corporativa é a remuneração executiva (RE) dos agentes contratados pelos proprietários. A remuneração executiva representa um dos principais mecanismos internos que as organizações dispõem para mitigar os problemas de agência, tendo em vista que ela é determinada pelo Conselho de Administração das empresas (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). A RE é considerada, historicamente, uma ferramenta de incentivo. Seu principal objetivo é alinhar os interesses de proprietários e gestores em prol das metas organizacionais estabelecidas.

Apesar da RE mostrar-se como importante ferramenta na gestão das empresas, ela também pode ser considerada um incentivo para os agentes buscarem seus próprios interesses frente aos da organização. Dependendo de como as empresas estabelecem o sistema de remuneração de seus agentes, é possível encontrar situações em que os gestores priorizem metas individuais e de curto prazo, desalinhadas dos interesses dos proprietários (MURPHY, 1998). Por existir tanto uma perspectiva positiva quanto negativa da RE, torna-se uma difícil tarefa, por parte dos proprietários, estabelecer o sistema ideal de remunerar seus principais agentes.

Esta discussão em torno da remuneração executiva foi retomada com grande intensidade durante a última crise financeira internacional, em 2008. Uma das causas da crise foi considerada o excesso de risco que executivos, assim como a população de um modo geral, tomou nos últimos anos (IBGC, 2011). No caso da população norte-americana, os baixos juros nos Estados Unidos impulsionaram um consumo fortemente financiado no crédito. Já no lado corporativo, os empresários tiveram outros incentivos para tomar tantos riscos. Um deles, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, foi justamente a remuneração dos administradores que, em muitos casos, foi entendida como excessiva e atrelada aos objetivos de curto prazo.

Muitos autores entendem que houve incentivos desnecessários à tomada de riscos por parte dos executivos em busca de remunerações variáveis maiores. Além disso, houve situações em que a organização apresentou resultado financeiro negativo, porém seus executivos ganharam remunerações variáveis consideradas altas, o que seria uma contradição. Para exemplificar, houve o caso emblemático da General Motors, fabricante e montadora norte-americana de carros, que pagou bônus a seus gestores com base em desempenho financeiro, financiado com dinheiro do governo dos Estados Unidos através de impostos de seus contribuintes.

Esta polêmica em torno da RE, entretanto, não chegou ao Brasil com a mesma intensidade. Um dos principais motivos é o fato de que informações sobre remuneração não são divulgadas da mesma forma como ocorre em outros países, entre eles, Estados Unidos. No Brasil, assim como em outros países da América

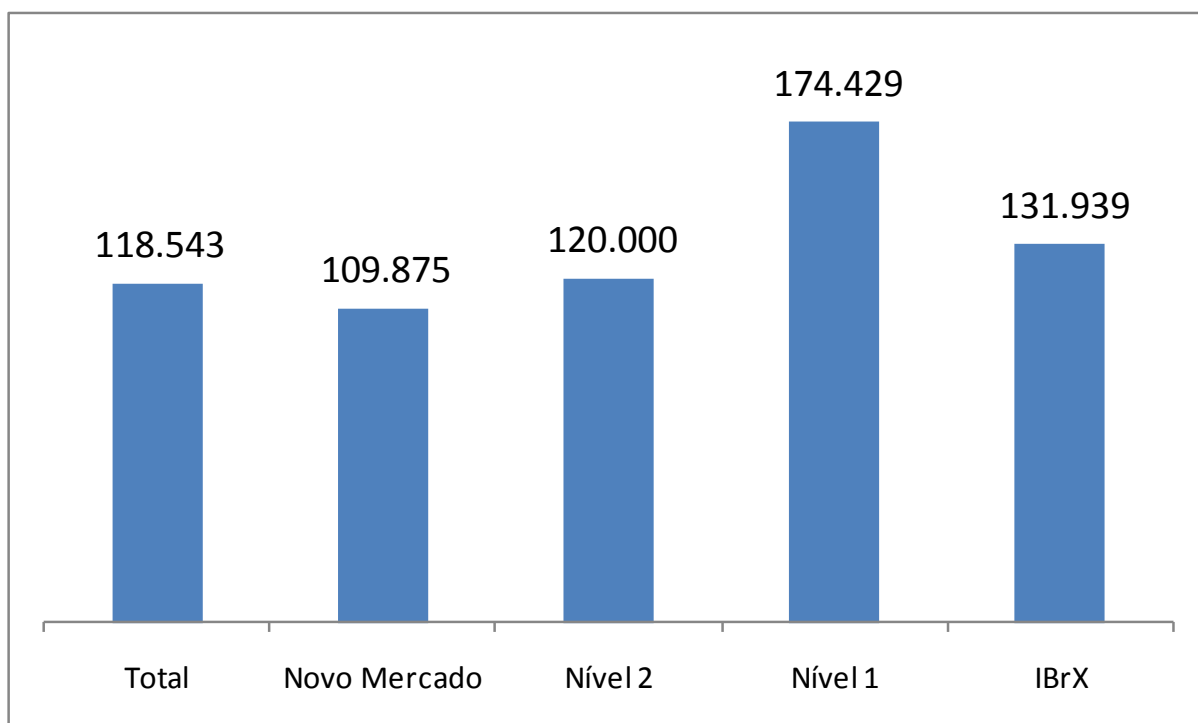
Latina, a transparência nas informações divulgadas pelas empresas é menor. Alguns autores acreditam que esta falta de informação em relação à remuneração executiva é um aspecto cultural da região (IBGC, 2011). Além disso, a própria legislação brasileira corrobora neste sentido, ao não exigir informações específicas sobre remuneração executiva. Contudo, o Brasil está passando por mudanças significativas neste campo e o resultado será informações com maior qualidade divulgadas aos investidores e público em geral.

Estas alterações regulamentares estão alinhadas com o processo de convergência das normas brasileiras às normas internacionais de elaboração e divulgação de informações contábeis, com o objetivo de garantir a transparência e qualidade do que é divulgado pelas empresas ao público externo. A maior prova deste movimento é a Instrução Normativa 480, da Comissão de Valores Mobiliários, vigente a partir de dezembro de 2009. Esta medida elevou a exigência de divulgação de informações das companhias de capital aberto, incluindo informações sobre a remuneração de seus executivos. A Instrução Normativa 480 exige que as companhias abertas preencham o Formulário de Referência. Neste formulário, as seções 13.2 e 13.11, referentes à remuneração dos administradores, são as mais relevantes para este estudo. A seção 13.2 exige a divulgação da remuneração paga a cada órgão societário, identificando as parcelas fixas e variáveis. Já, a seção 13.11 exige a divulgação, novamente de cada órgão societário, do número de membros, valor da maior remuneração individual, valor da menor remuneração individual, e valor médio da remuneração individual (CVM, 2009).

Após a entrada em vigor da IN 480 da CVM, muitas empresas do mercado recorreram a instrumentos legais para tentar barrar esta obrigação (IBGC, 2011). O Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) do Rio de Janeiro teve importante participação neste movimento. Através de uma liminar na justiça conseguida pelo IBEF, algumas empresas foram dispensadas de divulgar informações da seção 13.11 do Formulário de Referência. Da perspectiva de Governança Corporativa, este movimento não está alinhado aos interesses dos *stakeholders* das empresas que aderiram esta liminar. O motivo é que, ao não divulgar informações referentes à remuneração executiva, estas empresas estão sendo menos transparentes na divulgação de suas informações.

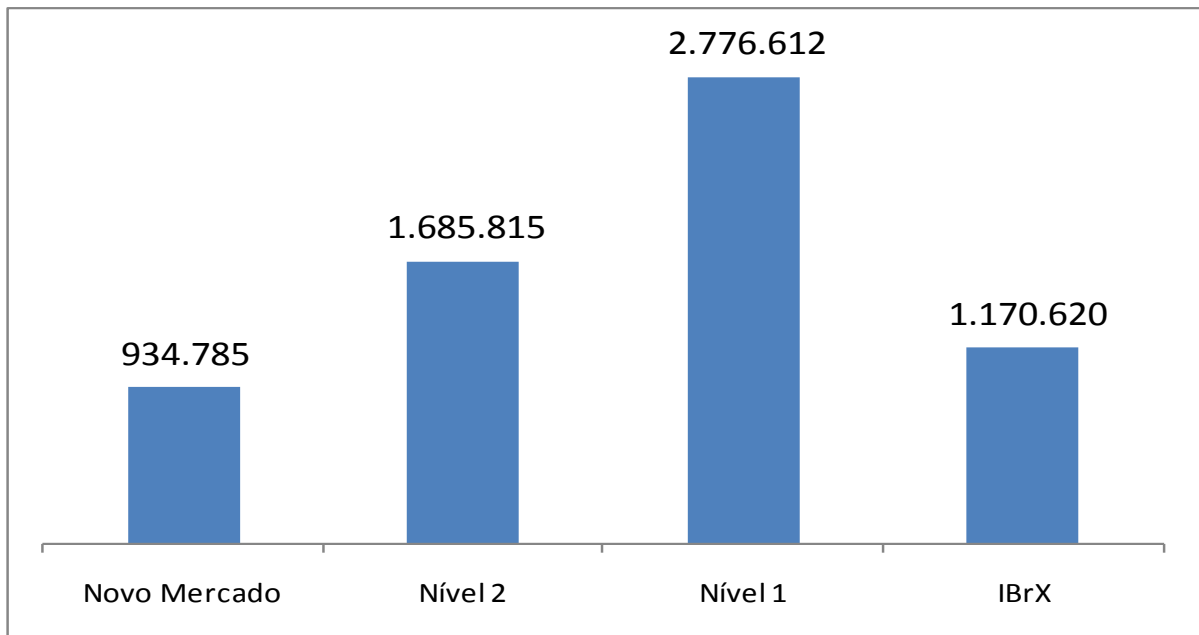
O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que apoia a Instrução Normativa 480 e respectivo Formulário de Referência divulgou um estudo inédito no Brasil sobre remuneração executiva. O título do estudo é Remuneração dos Administradores e ele só foi possível através das informações divulgadas no Formulário de Referência da IN 480. O objetivo deste estudo foi apresentar o patamar de remuneração praticado pelas empresas de capital aberto listadas em bolsa no Brasil, para conselheiros de administração, diretores estatutários e conselheiros fiscais. A pesquisa também analisou como a remuneração tem sido usada como ferramenta para alinhar interesses de seus administradores, através de incentivos de curto prazo, assim como de longo prazo (IBGC, 2011). Apesar da pesquisa não contar com um histórico - os dados são apenas de 2009 - já é possível ter um entendimento inicial da complexa dinâmica da remuneração executiva no Brasil, assim como chegar a algumas considerações finais sobre o assunto. Abaixo, seguem alguns dados apresentados na pesquisa Remuneração dos Administradores do IBGC referente ao conselho de administração.

**Gráfico 1 - Mediana da remuneração individual do Conselho de Administração (R\$/ano)**



Fonte: Adaptado de Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011, p. 8).

No Gráfico 1, empresas do Nível 1 destacam-se por apresentarem a maior mediana da remuneração individual do Conselho de Administração.

**Gráfico 2 - Maior remuneração individual do Conselho de Administração (R\$/ano)**

Fonte: Adaptado de Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011, p. 9)

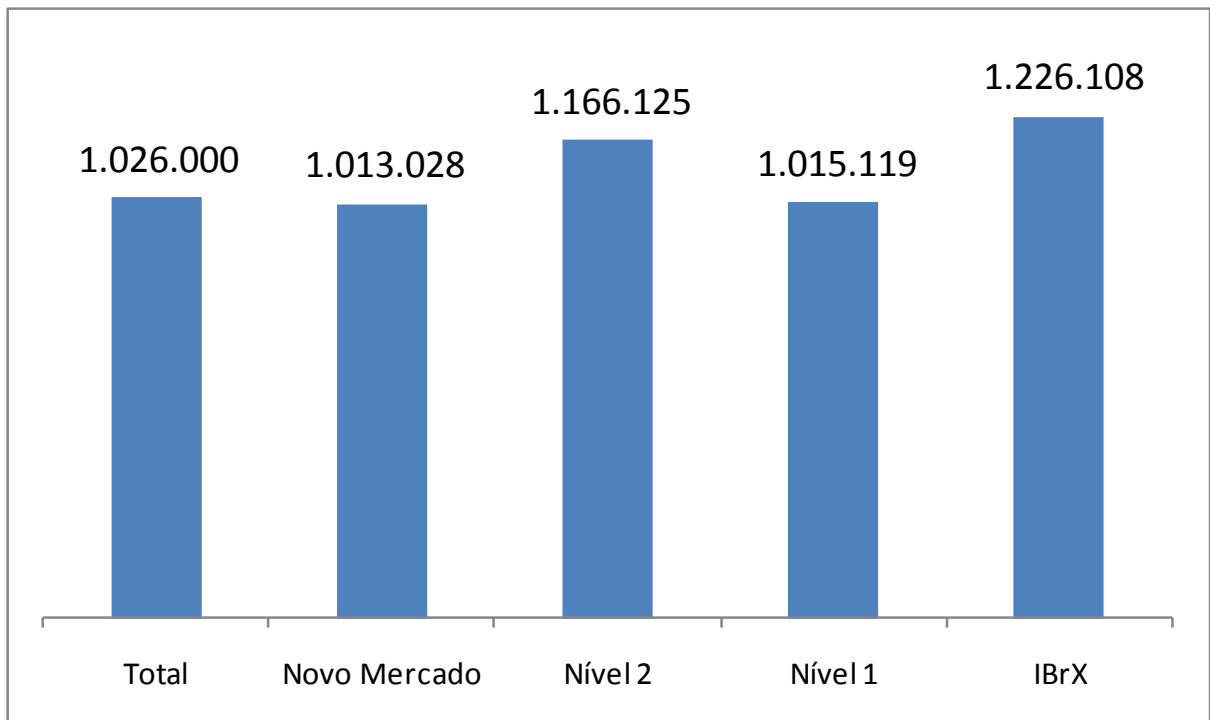
Novamente, empresas do Nível 1 apresentam a maior remuneração individual no conselho de administração. A remuneração do Novo Mercado é significativamente inferior á dos demais níveis.

Sobre as conclusões do estudo quanto ao conselho de administração, é válido destacar que as companhias listadas nos segmentos mais altos de governança corporativa, ou seja, empresas consideradas no Novo Mercado apresentam práticas mais consolidadas de Governança Corporativa quanto à remuneração dos seus Conselhos de Administração. Segundo o estudo Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011):

A adesão ao patamar mais alto de governança nos segmentos de listagem da BMFBovespa indica também maior compromisso com a Governança mesmo em itens não tratados pelo contrato do Novo Mercado. Este nível de listagem apresenta as menores variações entre a mediana e a média e possui o menor desvio padrão, com poucas empresas destoantes (outliers), indicando que o Novo Mercado possui conselhos mais profissionalizados por já contar com a obrigatoriedade da presença de independentes.

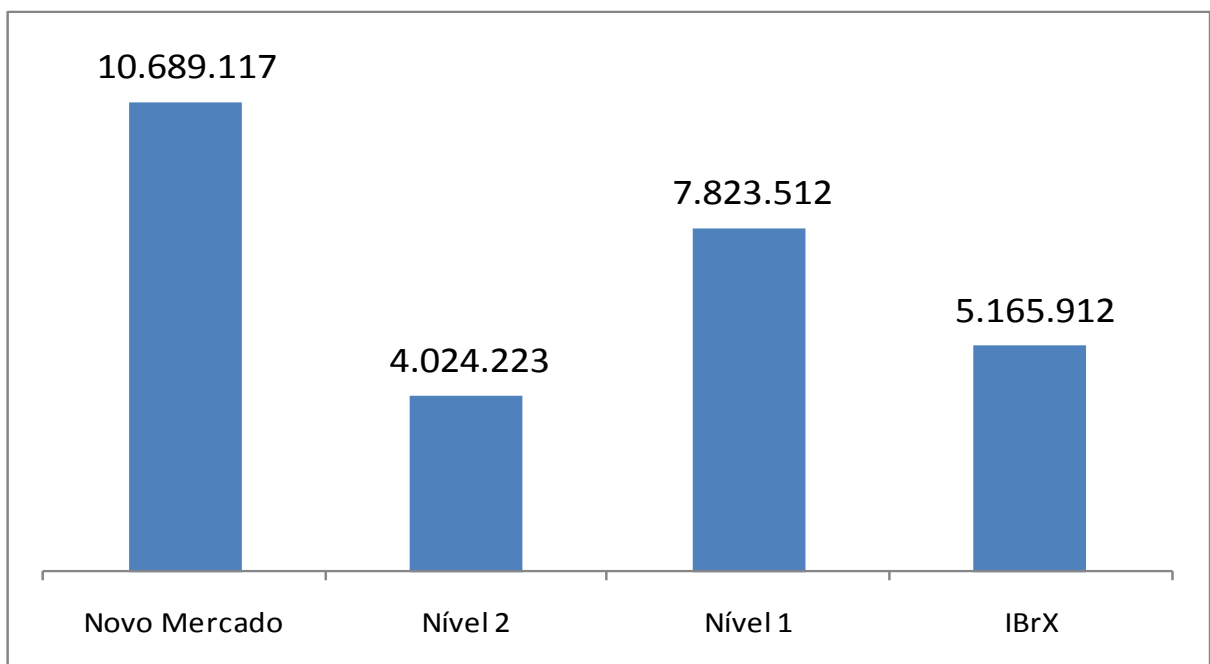
A Diretoria Estatutária também foi analisada no estudo do IBGC. A seguir são apresentados alguns dados a respeito deste órgão societário nas companhias de capital aberto brasileiras.



**Gráfico 3 - Mediana da remuneração individual na Diretoria Estatutária (R\$/ano)**

Fonte: Adaptado de Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011, p. 18)

Na diretoria estatutária, de encontro ao conselho de administração, o grupo IBrX possui a maior mediana da remuneração, seguido do grupo Nível 2.

**Gráfico 4 - Maior remuneração individual da diretoria estatutária (R\$/ano)**

Fonte: Adaptado de Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011, p 19)

Na diretoria estatutária, a amplitude salarial foi considerada menor. Um dos motivos entendidos pelo estudo é de que este órgão estatutário já se encontra em um estágio mais profissionalizado, indicando práticas de Governança Corporativa mais consolidadas. Quanto aos Conselhos Fiscais, constatou-se índice de remuneração semelhante para todos os conselheiros, com pouca amplitude salarial. O que corrobora com este resultado é o fato da legislação brasileira exigir que os conselheiros fiscais recebam remuneração igual a 10% da parcela fixa da diretoria, o que foi constatado no estudo do IBGC.

O estudo também destaca as oportunidades propiciadas pelo Formulário de Referência da Instrução Normativa 480. Com esta base de dados, tornam-se viáveis futuras análises mais aprofundadas sobre o tema remuneração executiva, sendo possível, inclusive, fazer cruzamentos de dados entre setores, tamanho, estrutura de controle, políticas de remuneração variável e por ações e determinantes das diversas variações. Todas estas análises seriam extremamente significativas para o sucesso e perenidade das empresas (IBGC, 2011).

Dado que a pesquisa Remuneração dos Administradores foi de caráter preliminar; existe espaço, como já mencionado, para diversas indagações ainda sem respostas. Os órgãos societários apresentam divergências nas suas remunerações quando comparados entre as diversas empresas pesquisadas pelo IBGC. Estas diferenças podem ser maiores, como no caso do conselho de administração ou menores, caso da diretoria estatutária. Como no conselho de administração nem sempre todos os membros são remunerados e no conselho fiscal seus integrantes tendem a ter a mesma remuneração, é mais interessante questionar a amplitude salarial na diretoria estatutária.

Por ainda não haver muitos estudos quanto à remuneração executiva neste órgão societário, dado que antes da IN 480 poucas empresas divulgavam este tipo de informação, há uma oportunidade inédita de pesquisa e estudo nesta área. A pesquisa do IBGC (IBGC, 2011) foi de caráter descritivo. É oportuno analisar o tema de remuneração executiva de uma perspectiva tanto descritiva como explicativa. Portanto, o tema central deste estudo é verificar a amplitude salarial na diretoria estatutária em companhias de capital aberto no Brasil e definir possíveis

determinantes para esta amplitude. O estudo pretende responder a seguinte pergunta: quais são os principais determinantes para a amplitude entre a maior e menor remuneração individual na diretoria estatutária de companhias brasileiras de capital aberto?

## 2 JUSTIFICATIVA

O tema central deste trabalho é verificar e analisar possíveis determinantes para a amplitude salarial na diretoria estatutária em empresas de capital aberto. O momento para realização deste estudo é oportuno, pois com a Instrução Normativa 480 e seu formulário de referência passou a ser possível ter acesso a informações que antes não eram necessariamente divulgadas pelas empresas. As principais informações para este estudo se referem à remuneração dos administradores, particularmente na diretoria estatutária.

Além disso, remuneração executiva em si é um tema muito polêmico e atual. Há argumentos contra e a favor aos altos salários e suas estruturas de remuneração. O principal argumento a favor diz respeito à lógica dos mercados. Segundo esta linha de pensamento, os salários são economicamente justificáveis, pois existe um mercado competitivo de talentos no mundo corporativo. Sendo assim, a atual estrutura de remuneração seria um reflexo do processo de busca por executivos talentosos destas empresas. Do outro lado, o principal argumento contra os altos salários diz respeito ao “*managerial power hypothesis*”. Segundo esta hipótese, os altos executivos exercem muita influência sobre o sistema de remuneração de seus próprios salários (BOGNANNO, 2010). Em ambos os casos, os argumentos não são conclusivos, o que abre espaço para pesquisas nesta área.

Ao analisar as amplitudes salariais na remuneração executiva da diretoria estatutária, espera-se verificar possíveis determinantes sob a luz da governança corporativa. Para isso, também será necessário analisar outro órgão societário: o conselho de administração. Peça central na governança corporativa, o conselho de administração tem forte influência na determinação da remuneração executiva da diretoria estatutária (MURPHY, 1998). Portanto, ao analisar a composição e estrutura dos diversos conselhos de administração e relacioná-los com a amplitude salarial da diretoria estatutária, espera-se encontrar uma possível relação entre os dois órgãos societários quanto à política de remuneração.

Ao verificar possíveis determinantes para a amplitude salarial na diretoria estatutária, o resultado será útil aos executivos de empresas de capital aberto no

Brasil e seus investidores. Aos executivos, pois será um estudo que poderá ser usado para melhor entender a estrutura de remuneração das empresas. Aos investidores, pois evidenciará as amplitudes salariais sob a luz da governança corporativa. De um modo geral, espera-se ser possível ter mais clareza de como a remuneração executiva, ferramenta importante de incentivo aos executivos, é estruturada.

### 3 OBJETIVOS

#### 3.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste estudo é verificar os possíveis determinantes da amplitude salarial na diretoria estatutária das companhias brasileiras de capital aberto.

#### 3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Determinar uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto que divulgam informações sobre política de remuneração de suas diretorias estatutárias;
- Mensurar a amplitude salarial na amostra pesquisada;
- Definir possíveis determinantes da amplitude salarial entre empresas com indicadores financeiros e conselho de administração diferentes;
- Analisar a associação entre os possíveis determinantes e a amplitude salarial.

## 4 REVISÃO TEÓRICA

### 4.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência foi apresentada e conceituada, pela primeira vez, por Jensen e Meckling (1976). Segundo esta primeira definição, a relação de agência seria um contrato no qual uma ou mais pessoas (proprietários) contratam uma terceira pessoa (agente) para exercer atividades em seu lugar. Pela perspectiva da Teoria da Agência, as relações sociais são compreendidas como uma interação entre um principal e um agente (ROTH e O'DONNEL, 1996). Jensen e Meckling (1976) mostraram que podem ocorrer conflitos de interesse entre estes agentes e proprietários no ambiente corporativo, resultando em conflitos de agência.

O tema central desta teoria baseia-se nas várias hipóteses de conflitos potenciais entre agentes e proprietários ou, em uma perspectiva brasileira, entre acionistas majoritários e minoritários. De acordo com Jensen e Meckling (1976), o agente, contratado pelo proprietário para administrar sua organização, nem sempre agirá conforme o interesse deste principal, no momento em que ambas as partes tentarem atingir e maximizar seus próprios objetivos. Nesta circunstância, as ações do agente ao administrar a companhia podem ser influenciadas pelos seus próprios interesses.

Como mencionado, o mesmo pode acontecer entre acionistas majoritários e minoritários. A proteção institucional aos direitos dos acionistas minoritários pode ser baixa, aumentando a chance de conflitos de interesses e conseqüentemente problemas de agência (SANTIAGO-CASTRO e BROWN, 2007).

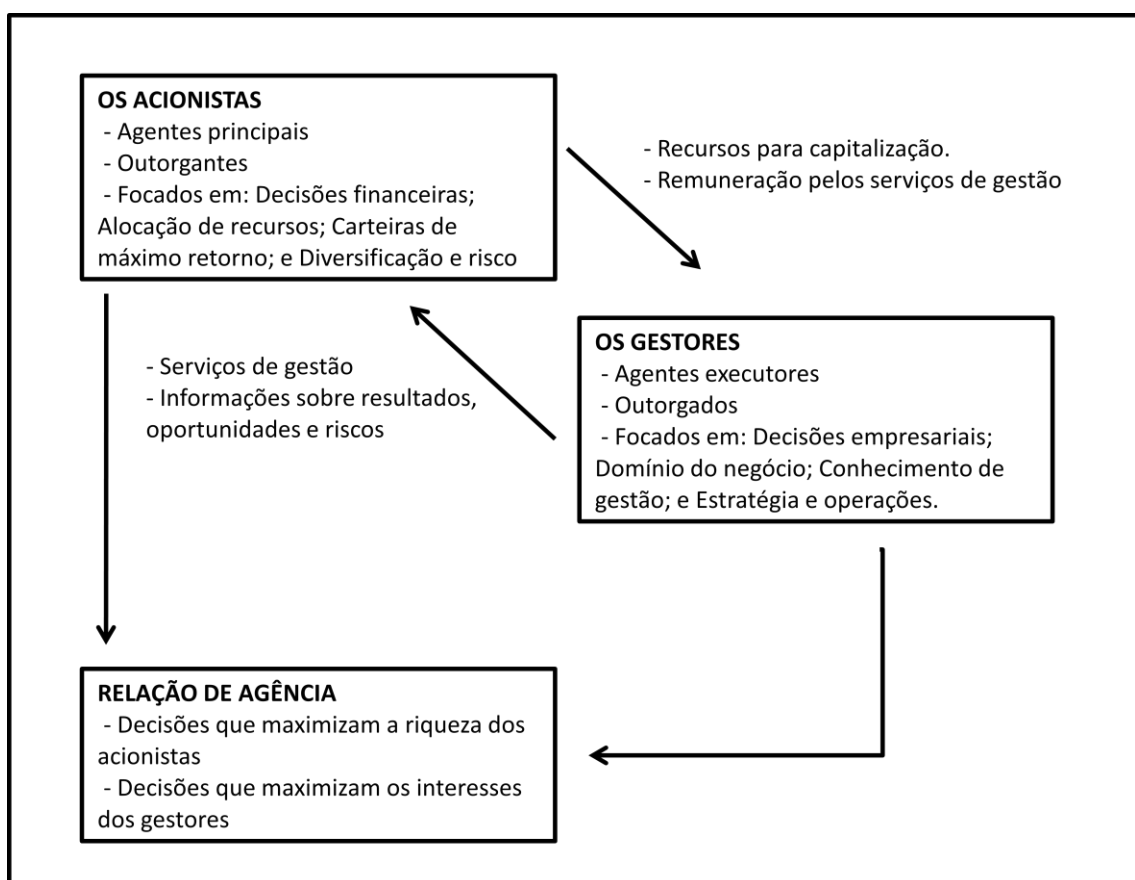
Eisenhardt (1989) entende que a teoria da agência está preocupada em resolver basicamente dois problemas. O primeiro é o problema que surge quando os interesses entre proprietários e agentes são diferentes. Como agravante, pode ser muito custoso financeiramente para o proprietário analisar todas as ações do agente para julgar se estão ou não alinhadas com os objetivos da organização. O segundo problema é a percepção de risco de ambas as partes. O agente pode preferir algumas decisões frente a outras dependendo do quão avesso ao risco ele é.

A origem da teoria da agência está na dispersão do capital das organizações e na separação entre propriedade e gestão (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). A dispersão do capital foi resultado de um processo histórico. Segundo Andrade e Rossetti (2007), as grandes corporações tiveram sua origem através de duas forças empreendedoras: a interna e a externa. A primeira, que se refere ao financiamento interno, foi escolhida por companhias que, de um modo geral, tinham aversão à alavancagem por exigíveis e aos mercados de capital como forma de captar recursos para seus projetos de expansão. Estas empresas reinvestiam seus próprios lucros no negócio. Já a segunda, que se refere ao financiamento externo, se caracterizava por companhias que captaram recursos, tanto através de exigíveis quanto pelo mercado de capitais, praticamente desde a sua fundação.

O desenvolvimento do mercado de capitais e sistema financeiro no século XX possibilitou captações massivas e ajudou principalmente empresas deste segundo grupo. Entretanto, em ambos os casos, apesar da origem dos recursos, o controle acionário resultou pulverizado. O principal motivo foram os direitos de sucessão destas corporações, que após duas ou três gerações acabaram por fragmentar o controle acionário. Além desta pulverização de direitos hereditários dos controladores, muitos sucessores não tinham interesse nem aptidão para administrar suas empresas, e como resultado houve a separação entre propriedade e gestão. Com isso, os proprietários tiveram que buscar no mercado de trabalho gestores capazes de administrarem e darem continuidade aos seus negócios corporativos. O principal objetivo destes agentes era o de corresponder aos anseios de retorno e de maximização de riqueza dos acionistas (ANDRADE, ROSSETTI, 2007). Para ilustrar, a Figura 1 resume as relações de agência existentes entre acionistas e gestores.



**Figura 1 - Relação de agência**



Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2007, p.85).

Estabelece-se assim, uma relação de agência entre os proprietários ou principais e os gestores ou agentes, baseada na contratação de decisões que gerem riqueza para os acionistas. Ao analisar a Figura 1, percebe-se que tanto os acionistas como os gestores podem tentar maximizar seus próprios interesses, vislumbrando objetivos distintos, e com isso opiniões divergentes sobre a melhor decisão a ser tomada na gestão da empresa. Portanto, a relação de agência gravita entre dois pólos: o primeiro referente ao retorno dos acionistas, e o segundo o interesse dos gestores profissionais. Segundo Andrade e Rossetti (2007), para as duas partes não se chocarem duas premissas devem ser atendidas: uma referente aos termos do contrato e a outra referente ao comportamento deles. Porém, dificilmente os conflitos de agência serão evitados e duas importantes razões para isso são os axiomas de Klein e Jensen-Meckling.

Segundo o Axioma de Klein (1985), não existe contrato completo. Em um ambiente empresarial imprevisível, caracterizado por discontinuidades e incertezas,

não existe um contrato que abranja todas as contingências e mudanças do ambiente de negócios. Segundo Andrade e Rossetti (2007), as três razões essenciais para não existir contrato perfeito são: o grande número de contingências possíveis; a multiplicidade de reações às contingências; e a crescente frequência com que as contingências imprevisíveis passaram a ocorrer. Visto este cenário de incertezas e sem a possibilidade de um contrato perfeito dos acionistas com os gestores, outorga-se aos agentes, conseqüentemente, mais do que a execução de ações previsíveis, e sim, o direito residual de controle da empresa, com livre arbítrio para a tomada de decisão frente a eventos não previstos. Por fim, este juízo gerencial, ou *managerial discretion*, dos gestores pode estar mais a serviço dos próprios objetivos deles do que dos acionistas, gerando conflitos de agência.

O segundo axioma, de Jensen-Meckling (1976), justifica a inexistência do agente perfeito. O principal motivo é a força do interesse próprio. Em *The nature of man* (JENSEN, MECKLING, 1994), Jensen e Meckling exploram a hipótese de que a natureza humana, que é utilitarista e racional, conduz as pessoas a maximizarem seus próprios objetivos. Por isso, segundo este axioma, é impossível ter um agente que seja indiferente entre maximizar os seus próprios interesses e os de terceiros. Este agente sempre priorizará seus próprios interesses, o que resultará em conflitos de agência.

Estas práticas do agente oportunista em benefício próprio podem ser benefícios exorbitantes autoconcedidos, crescimento da empresa em detrimento da maximização do retorno dos acionistas e participação acionária em empresas clientes ou fornecedores daquela que gerenciam (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Ao mesmo tempo, como já mencionado, também existe uma relação conflitante entre acionistas majoritários e minoritários. Neste caso, não é o proprietário que busca proteção contra o oportunismo do gestor, mas sim os acionistas minoritários que veem seus direitos, riqueza e retorno serem diminuídos pelos majoritários. São exemplos de práticas oportunistas atribuíveis a majoritários: uso fechado de informações privilegiadas, auto nomeações ou nepotismo para cargos relevantes, complacência em relação à estratégia e às operações e estruturas piramidais de controle, ou seja, participações acionárias cruzadas. Segundo Andrade e Rossetti (2007), este tipo de conflito de agência é mais comum nos países em que a

propriedade no sistema corporativo é concentrada e o mercado de capitais é imaturo, com pequena expressão de capitalização das empresas em fontes alternativas. A América Latina, e conseqüentemente o Brasil, se encaixam neste cenário.

De um modo geral, os problemas de agência tendem a ser agravados quanto maior é o custo de monitoramento do agente pelo proprietário. Tendo em vista os conflitos de interesses, faz-se necessário o monitoramento do agente pelo proprietário para garantir que aquele está tomando as melhores decisões para maximizar a riqueza dos acionistas. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como um somatório dos custos de monitoramento pelo proprietário, os custos de certificação de comprometimento incorridos pelo agente para criar mecanismos de proteção contra danos provocados por atos oportunistas e ainda a perda residual, ocorrida entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que maximizariam o resultado do acionista. Portanto, estes custos são gerados pelo desalinhamento de interesses entre proprietário e agente e representam os custos de se limitar os problemas de agência (EISENHARDT, 1989).

Para mitigar os custos de agência, medida necessária para limitar os problemas de agência, existem os sistemas de monitoramento e os sistemas de remuneração. O primeiro agindo como forma de controle e o segundo como forma de incentivo para o gestor tomar a melhor decisão para o acionista (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Como ferramenta, surgiu a governança corporativa, que é destacada e conceituada na próxima seção.

## 4.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

*Corporate Governance* é um movimento que surgiu na economia anglo-saxônica como consequência das mudanças nas relações entre as companhias e o mercado investidor em meados dos anos 80 (ANDRADE E ROSSETTI, 2007). Entretanto, foi só a partir da década de 90 que este movimento, através da globalização, chegou ao Brasil e foi nomeado pela sua tradução literal: Governança Corporativa (SOUZA, 2005). Sua origem está atrelada à Teoria da Agência, já que as empresas não mais tinham exclusivamente acionistas majoritários como gestores.

Com a separação entre propriedade e gestão, o controle acionário das empresas tornou-se pulverizado e houve a necessidade de aprimorar as relações corporativas.

É possível encontrar vários conceitos de governança corporativa. Para Lodi (2000), governança corporativa está atrelada diretamente ao papel do conselho de administração. Ao conselho caberia melhorar os ganhos dos acionistas e intermediar os conflitos entre acionistas, agentes e *stakeholders*. Já Martin, Santos e Dias Filho (2004) entendem a governança corporativa como um sistema, com mecanismos, estruturas e incentivos para alinhar as ações dos agentes com os objetivos estabelecidos pelos acionistas majoritários e proprietários.

Considera-se a melhor definição de governança corporativa justamente a do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Conforme o IBGC (2010, p. 19):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

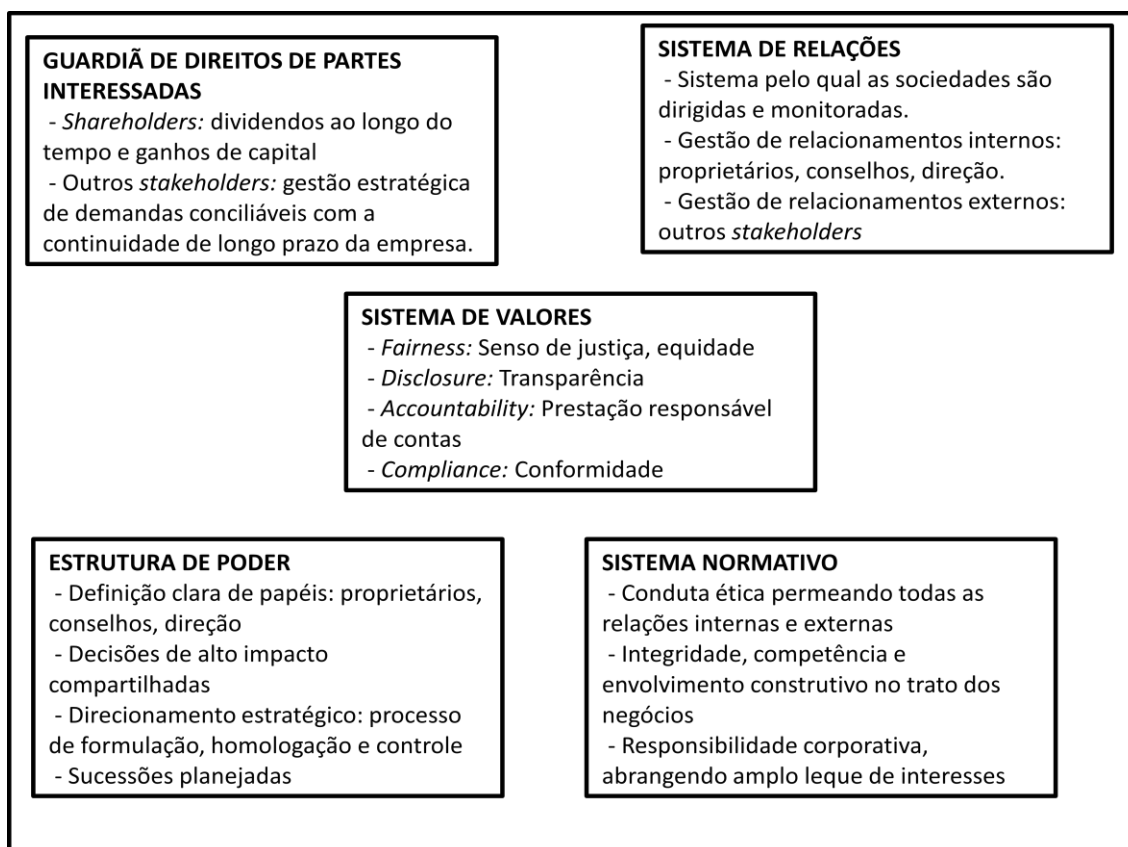
A partir destes vários conceitos, percebe-se que governança corporativa é um tema muito abrangente. Seguindo esta lógica, Andrade e Rossetti (2007) abordam este tema de forma ampla, sob todos os fatores envolvidos. São eles: 1) Direitos: sistema de gestão que visa preservar e maximizar os direitos dos acionistas, assegurando a proteção dos minoritários; 2) Relações: práticas de relacionamento entre acionistas, Conselhos e Diretoria Executiva, objetivando maximizar o desempenho da organização; 3) Governo: sistema de governo, gestão e controle das empresas, que disciplina suas relações com as partes interessadas em seu desempenho; 4) Poder: sistema e estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados; 5) Valores: sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas; e finalmente 6) Normas: conjunto de instrumentos, derivados de estatutos legais e de regulamentos, que objetiva a excelência da gestão e a proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.

Segundo esta concepção abrangente, governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas. Segundo Andrade e Rossetti (2007), é possível sintetizar governança corporativa em seis pontos principais, são eles:

- a) Propósito dos proprietários
- b) Sistema de relações proprietários-conselho-direção
- c) Maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.
- d) Sistema de controle e de fiscalização das ações dos gestores.
- e) Sistema de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos.
- f) Sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias.

A Figura 2 expõe os diferentes agrupamentos conceituais a quatro valores fundamentais.

**Figura 2 - Quatro valores fundamentais da governança corporativa.**



Estes conceitos abordam a governança corporativa no sentido de conflitos de interesses que se verificam em economias desenvolvidas, no contexto de empresas com estrutura de propriedade pulverizada. Entretanto, para a América Latina, e mais especificamente o Brasil, é necessário entender governança corporativa de uma perspectiva que destaque o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários.

Quanto ao problema de agência, é possível contrastar suas características em economias desenvolvidas e na América Latina. Enquanto naquelas, a propriedade e controle dispersos levam ao desalinhamento entre os objetivos dos gestores profissionais e acionistas dispersos, nesta a propriedade é concentrada, formada por uma família ou um grupo de negócios que designam membros da própria família ou associados como executivos para a alta direção da companhia. Como já mencionado, nestes casos, há um desalinhamento de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários (YOUNG, 2008).

Como consequência, o conselho de administração, peça fundamental da governança corporativa nas empresas, também apresenta características diferentes. Em economias desenvolvidas, o conselho é legitimado por instituições legais e sócias, com a obrigação fiduciária de defender os direitos e interesses dos acionistas. Já na América Latina, estes precisam estabelecer sua legitimidade institucional e são geralmente tidos como “carta marcada” dos acionistas controladores, ou seja, ineficientes em suas responsabilidades (YOUNG, 2008).

Apesar da diferença de abordagem de governança corporativa em países desenvolvidos e em desenvolvimento, segundo Andrade e Rossetti, os mecanismos são os mesmos e podem ser divididos em internos e externos. Os mecanismos externos da governança corporativa são representados pelo mercado de controle corporativo, enquanto os internos são a estrutura de propriedade, o conselho de administração da empresa e a remuneração executiva, que é considerada uma forma de incentivo (SOUZA, 2005). Para o presente estudo, será dada ênfase aos mecanismos internos.

O conselho de administração é o órgão guardião dos interesses dos acionistas. Suas principais funções são a de atuar como ligação fiduciária entre a propriedade e a diretoria executiva, no monitoramento de todo um conjunto de riscos de gestão e de conflitos e custos de agência (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Por isso, ele é uma importante força interna de controle das companhias. A governança corporativa é exercida a partir das decisões de controle do conselho de administração, apesar deste ter que se submeter à Assembleia Geral, no que diz respeito às decisões de alto impacto corporativo.

Existem vários estudos a respeito de como o conselho de administração, no que tange sua composição e atuação, pode influenciar a governança corporativa das empresas e assim aumentar ou diminuir os problemas de agência. Segundo Paula e Silva (2001), o tamanho ideal do conselho de administração deve ser compatível com suas atribuições. A existência de comitês está diretamente ligada a empresas de maior porte que possuem uma estrutura de controle mais robusta. Quanto ao número de membros, há estudos que mostram que o tamanho está negativamente relacionado com a lucratividade (HERMALIN, WEISBAH, 2003). Segundo Andrade e Rossetti (2007), existem três aspectos relevantes a serem considerados quanto à estrutura dos conselhos de administração. O primeiro é a separação ou sobreposição de funções. O presidente do conselho de administração deve ser diferente do presidente da diretoria estatutária. O segundo ponto é sobre o grau de envolvimento. E por fim, a missão e área de atuação. Existem conselhos passivos, certificadores, envolvidos, interventores e operadores. A empresa deve definir que tipo de conselho deseja. A Figura 3 ilustra este último aspecto.

**Figura 3 - Cinco modelos de conselho de administração**

MENOR ENVOLVIMENTO -----> MAIOR ENVOLVIMENTO

Conselho Passivo	Conselho Certificador	Conselho Envolvido	Conselho Interventor	Conselho Operador
Atividades e participação limitada	Monitora o presidente executivo. Atesta aos acionistas uma boa gestão da companhia	Dá ideias, opiniões e apoio ao presidente executivo	Envolve-se intensamente na tomada de decisões em assuntos vitais	Toma decisões para a cúpula executiva implementar

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2007, p.275)

Outro mecanismo interno da governança corporativa é a estrutura de propriedade das companhias. Apesar da importância e crescimento percentual da participação de investidores estrangeiros e institucionais na propriedade de companhias abertas brasileiras, o principal problema de agência constatado no Brasil é o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores. Segundo Silveira (2005), o mercado de capitais brasileiro é caracterizado por companhias com altos níveis de concentração de propriedade. Como resultado, as decisões discricionárias estão concentradas nas mãos de alguns acionistas. É também um grande mercado emergente, com predominância de companhias de controle familiar, estatal, e/ou controle estrangeiro.

Por fim, existe a remuneração executiva como mecanismo da governança corporativa. Em função do tema central deste trabalho estar relacionado com remuneração executiva, este tema está separado e conceituado na próxima seção.

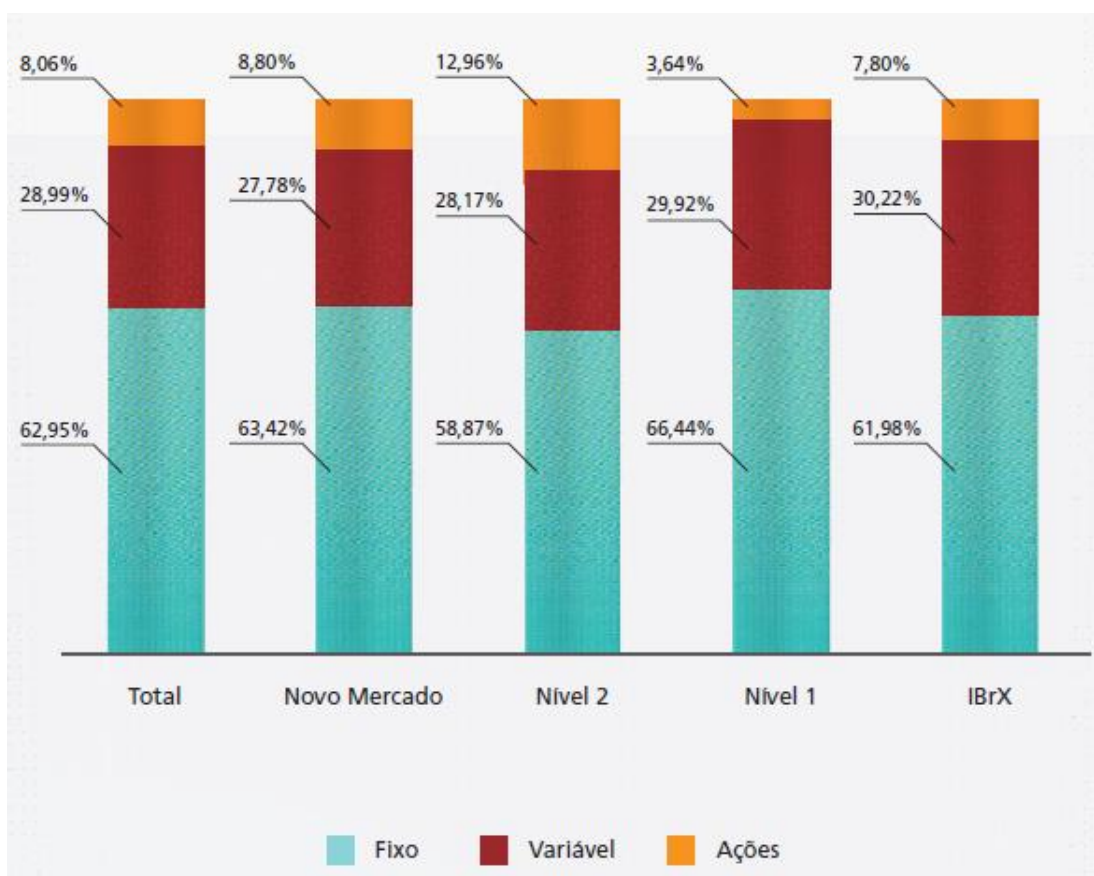
#### 4.3 REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

A remuneração executiva, no contexto da governança corporativa, como já mencionado, pode ser considerada como uma ferramenta de incentivo. Nesta perspectiva, seu principal objetivo é alinhar os interesses dos proprietários e agentes, conduzindo assim ao alcance das metas organizacionais planejadas. Segundo Murphy (1998), a remuneração executiva está dividida em quatro componentes: salário-base, bônus anual ligado à performance contábil da empresa, opções de ação e planos de incentivo de longo prazo.

No Brasil, através da pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2011), a estrutura da remuneração executiva da diretoria estatutária possui três componentes: remuneração fixa, variável e baseada em ações. O gráfico 5 ilustra esta estrutura:



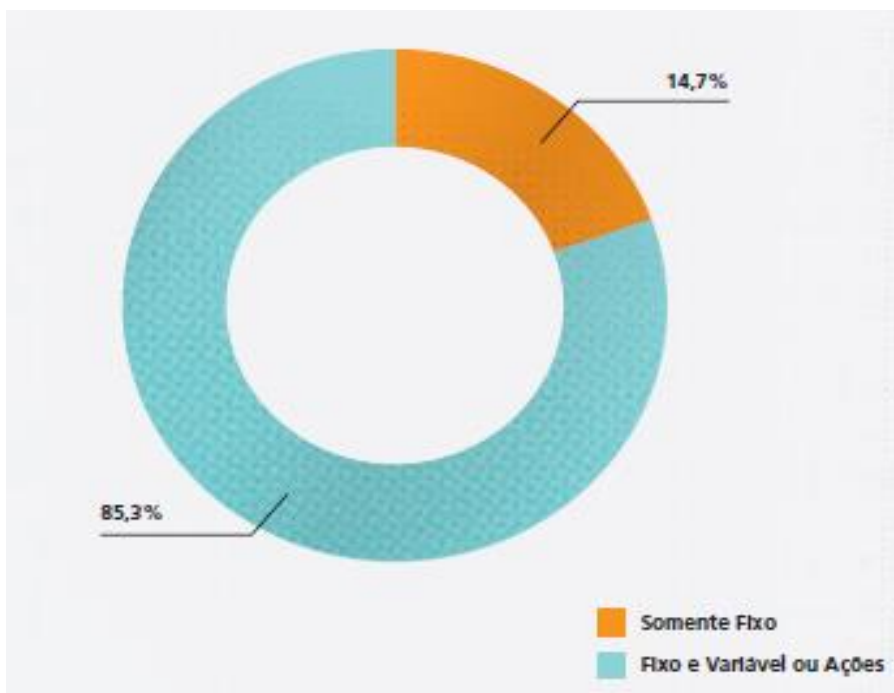
**Gráfico 5 - Composição da remuneração média da Diretoria Estatutária.**



Fonte: Remuneração dos Administradores - IBGC (2011, p. 21).

Através do Gráfico 5, percebe-se que o salário-base, representado pela remuneração fixa no gráfico, constitui a maior parcela da remuneração da diretoria estatutárias nas companhias brasileiras de capital aberto. Este resultado já era esperado, pois os executivos, de uma forma geral, são avessos ao risco e por isso preferem um aumento na parcela fixa de suas remunerações do que um igual aumento nas parcelas variáveis (MURPHY, 1998). O salário-base é, justamente, a base inicial para decidir sobre os outros componentes da remuneração executiva. Ao aumentá-lo, pode-se ter aumentos nas parcelas variáveis e opções de ações.

Na mesma pesquisa do IBGC (2011), as empresas do estudo foram divididas baseadas no critério da remuneração fixa. Como resultado, quase um sexto das empresas pagavam apenas remuneração fixa. Isto prova que este componente da remuneração continua de extrema importância na análise da estrutura salarial da diretoria estatutária. O Gráfico 6 ilustra este argumento.

**Gráfico 6 – Parcela fixa e variável na remuneração da Diretoria Estatutária**

Fonte: Remuneração dos Administradores - IBGC (2011, p. 23).

Já a remuneração variável está, na maioria das vezes, atrelada ao bônus anual que os executivos recebem com base nas metas de suas companhias. Apesar da sua importância na composição da remuneração executiva, literatura sobre este tema costuma ser informal e escassa (MURPHY, 1998). O mesmo se aplica para os mecanismos da remuneração variáveis. Embora sejam bastante heterogêneos, é possível classificá-los em três componentes. São eles: medida de desempenho utilizada, padrão de desempenho estabelecido e estrutura da relação *pay-performance*. Esta remuneração variável, através de um típico bônus anual, não seria paga até o executivo atingir um mínimo de desempenho desejado. E caso este ultrapasse o planejado, normalmente haveria um bônus extra (MURPHY, 1998).

Outro componente da remuneração executiva são as opções de ações. Nelas estão tanto a propriedade das ações das empresas, como as opções de compra destas ações. Como analisado no gráfico 5, este componente não tem muita representatividade na remuneração total da diretoria estatutária, porém é válido analisá-lo, pois representa mais um modo de alinhar os interesses entre proprietários e agentes.

Segundo Murphy (1998), existe uma relação direta entre a remuneração paga aos gestores e a valorização das ações. Entretanto, segundo o mesmo autor as opções de ações podem exercer o efeito contrário e desmotivar os agentes, caso o preço da ação caia drasticamente, abaixo do preço de exercício desta opção. Como resultado, os executivos não conseguiriam exercer as opções. Além disto, este componente da remuneração recompensa apenas os aumentos das ações e não o retorno total do acionista, já que os dividendos não estão incluídos.

Outro ponto importante é o fato de os executivos que têm na sua remuneração parcela significativa de opções de ações podem ser incentivados a manipular os respectivos preços das ações no mercado financeiro por meio de alteração de informações financeiras e resultado contábil da empresa (YABLON; HILL, 2000).

No Gráfico 7, percebe-se que empresas do Nível 1 de governança corporativa apresentam a maior mediana da remuneração baseada em ações na diretoria estatutária.

**Gráfico 7 - Mediana da remuneração fixa da diretoria estatutária (R\$/ano)**



Fonte: Remuneração dos Administradores - IBGC (2011, p. 23).

Através do estudo Remuneração dos Administradores (IBGC, 2011) é possível concluir que há amplitude salarial na diretoria estatutária nas companhias

pesquisadas. Porém, esta amplitude é menor quando comparada aos outros dois órgãos societários: conselho de administração e conselho fiscal. Um dos motivos levantados seria uma possível profissionalização. Já ocorreu na diretoria estatutária e as práticas de governança corporativa apresentam-se mais consolidadas.

#### 4.4 ESTATÍSTICA APLICADA

Esta seção tem o objetivo de fundamentar teoricamente as principais técnicas estatísticas utilizadas neste estudo.

**Análise de Variância:** O principal objetivo da análise de variância é testar diferenças entre as médias de várias populações. Ao verificar estas diferenças, é possível analisar se os fatores exercem influência na variável dependente do estudo. Neste estudo, foram utilizadas duas variáveis dependentes: dispersão salarial e amplitude salarial. O Teste F pode ser utilizado com uma ou mais variáveis independentes, ao contrário do Teste t. Por isso, optou-se por utilizar o Teste F. Este teste, baseado na distribuição de probabilidade F, verifica se a evidência estatística é suficiente para aceitar a respectiva relação entre variável dependente e variáveis independentes. A lógica do teste F para determinar se a relação de regressão é estatisticamente significativa é baseada no desenvolvimento de estimativas independentes de  $\sigma^2$  (ANDERSON, SWEENEY, WILLIAMS, 2002).

**Regressão Linear (análise multivariada):** A análise de regressão pode ser usada para desenvolver uma equação relacionando duas ou mais variáveis. Esta metodologia estatística utiliza a relação entre as variáveis de tal forma que uma variável possa ser determinada a partir de outra (ANDERSON, SWEENEY, WILLIAMS, 2002). Vale destacar que a análise de regressão não pode ser entendida como um procedimento para estabelecer uma relação de causa e efeito entre variáveis, e sim, apenas indicar até que ponto as variáveis estão associadas umas com as outras.

Após a regressão linear ser realizada, é preciso fazer alguns testes para validar a mesma. O teste de Breusch-Pagan-Godfrey detecta formas de heterocedasticidade lineares. O respectivo teste verifica se os resíduos da regressão

linear são dependentes dos valores das variáveis independentes. O teste de Jarque-Bera permite não-linearidades por usar quadrados e produtos não lineares.

A análise de resíduos é um dos principais métodos estatísticos para verificar se suposições associadas com um modelo de regressão são válidas. Entretanto, mesmo se nenhuma violação for encontrada, não significa necessariamente que o modelo está validado. Para se desenvolver boas estimativas usando equação de regressão, além das análises de resíduos, os testes estatísticos devem corroborar a conclusão de significância e o respectivo coeficiente de determinação deve ser grande (ANDERSON, SWEENEY, WILLIAMS, 2002).

## 5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção tem como objetivo caracterizar a pesquisa, identificando o método utilizado, a população alvo estudada e a coleta, tratamento e análise dos dados. Por fim, são apresentadas as limitações do método desta pesquisa.

### 5.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa realizada, quanto a sua natureza é aplicada. Segundo Silva e Menezes (2001, p.20), este tipo de pesquisa visa “gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais”. Quanto à forma de abordagem do problema, a pesquisa é quantitativa, ou seja, requer o uso de recursos e técnicas estatísticas. Foi utilizada a quantificação, tanto na coleta como no tratamento dos dados através de técnicas estatísticas.

O objetivo da pesquisa é de caráter explicativo-descritivo. Conforme Gil (2008), a pesquisa explicativa visa identificar os fatores que determinam a ocorrência do fenômeno analisado. Como resultado, além de aprofundar o conhecimento sobre o assunto em questão, é possível identificar e entender possíveis causas do objeto de estudo. Ao mesmo tempo, a pesquisa também é de caráter descritivo. Segundo o mesmo autor, este tipo de pesquisa tem como principal objetivo a descrição das características de determinada população ou o estabelecimento de relação entre variáveis (GIL, 2008). A classificação dupla no objetivo da pesquisa, tanto explicativa quanto descritiva, possibilita não só analisar as amplitudes salariais na diretoria estatutária, como também entender possíveis correlações entre as variáveis pesquisadas neste estudo.

Por fim, quanto aos procedimentos técnicos, esta é uma pesquisa documental, já que utilizou dados e informações disponibilizados nos diversos relatórios das companhias abertas brasileiras. De acordo com Silva e Menezes (2001), a pesquisa documental é realizada através de materiais que ainda não receberam tratamento analítico. Por meio da coleta de dados e sua respectiva análise foi possível organizar os dados de remuneração executiva e conselho de

administração que se encontravam dispersos, dando-lhes uma nova importância como fonte de consulta.

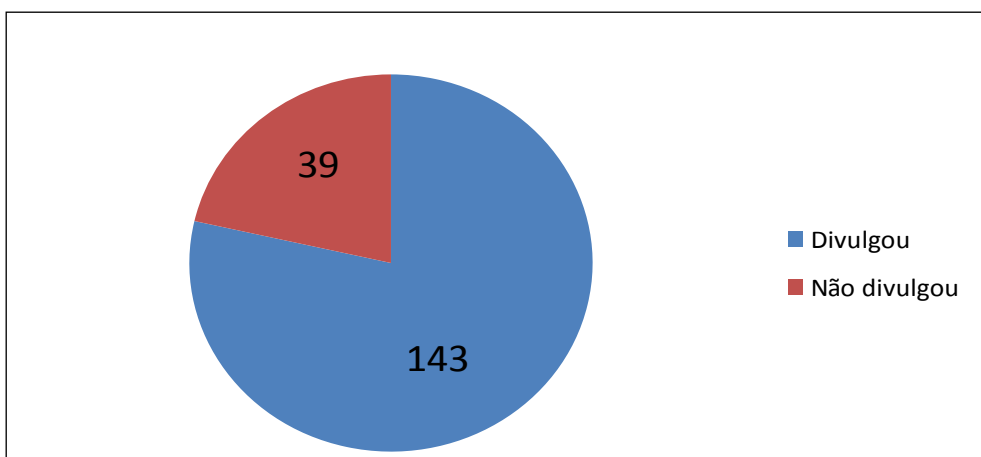
## 5.2 POPULAÇÃO ALVO

A população alvo do estudo foi composta pelas companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) que divulgaram, em 31/12/2010, informações sobre a remuneração executiva de suas diretorias estatutárias, assim como informações sobre a composição de seus conselhos de administração e principais indicadores financeiros. A divulgação das informações de remuneração executiva e conselho de administração ocorreu através do Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), já os principais indicadores financeiros foram disponibilizados no bando de dados da Economática.

Uma limitação para este estudo reside no fato de que a divulgação de informações referentes à remuneração executiva é recente. A entrada em vigor da Instrução Normativa 480 da CVM, que estabelece o Formulário de Referência, foi apenas no final de 2009. Portanto, algumas empresas foram desconsideradas da amostra por não terem divulgado o respectivo formulário ou então por o terem feito de forma incompleta.

O Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF) do Rio de Janeiro obteve uma liminar na justiça que dispensa as empresas de preencherem e divulgarem as informações da seção 13.11 do Formulário de Referência. Já que é justamente esta seção que informa a remuneração dos administradores segregada em valores mínimos, máximos e médios, as empresas que utilizaram esta liminar também foram excluídas do estudo. O Gráfico 8 apresenta o total de empresas que divulgaram a seção 13.11.

Gráfico 8 - Empresas que divulgaram a seção 13.11



Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, para as empresas que não foi possível encontrar todas as informações de composição de conselho de administração e indicadores financeiros necessárias para o estudo também foram desconsideradas da amostra.

A amostra final consistiu em 143 empresas. Após este levantamento, esperase ter identificado a grande maioria da população alvo deste estudo.

Quadro 1 - Valor de mercado das empresas por setor nas amostras 1 e 2

Setor	Amostra 1		Amostra 2		Total	
	Empresas	Valor de Mercado Total	Empresas	Valor de Mercado Total	Empresas	Valor de Mercado Total
Energia Elétrica	30	153.445.916	3	27.359.288	33	180.805.204
<b>Outros</b>	<b>24</b>	<b>86.707.160</b>	<b>5</b>	<b>84.232.309</b>	<b>29</b>	<b>170.939.469</b>
Construção	17	39.052.687	2	14.995.204	19	54.047.891
<b>Têxtil</b>	<b>12</b>	<b>16.836.864</b>	<b>1</b>	<b>3.688.042</b>	<b>13</b>	<b>20.524.906</b>
Siderurgia & Metalurgia	11	26.117.384	5	80.743.220	16	106.860.604
<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>9</b>	<b>196.470.041</b>	<b>1</b>	<b>724.612</b>	<b>10</b>	<b>197.194.653</b>
Comércio	7	35.550.033	5	38.405.309	12	73.955.342
<b>Veículos e peças</b>	<b>6</b>	<b>11.782.520</b>	<b>1</b>	<b>8.539.247</b>	<b>7</b>	<b>20.321.767</b>
Química	5	24.086.230	2	15.533.446	7	39.619.676
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>4</b>	<b>15.423.332</b>	-	-	<b>4</b>	<b>15.423.332</b>
Agro e Pesca	4	2.947.992	-	-	4	2.947.992
<b>Transporte Serviços</b>	<b>3</b>	<b>11.552.147</b>	<b>4</b>	<b>38.694.268</b>	<b>7</b>	<b>50.246.415</b>
Petróleo e Gas	2	384.779.998	-	-	2	384.779.998
<b>Eletroeletrônicos</b>	<b>2</b>	<b>1.285.590</b>	<b>1</b>	<b>518.703</b>	<b>3</b>	<b>1.804.293</b>
Minerais não Metálicos	2	1.396.436	-	-	2	1.396.436
<b>Papel e Celulose</b>	<b>2</b>	<b>5.538.000</b>	<b>2</b>	<b>18.259.142</b>	<b>4</b>	<b>23.797.142</b>
Mineração	1	5.311.487	1	275.006.441	2	280.317.928
<b>Telecomunicações</b>	<b>1</b>	<b>28.724.083</b>	<b>4</b>	<b>41.124.424</b>	<b>5</b>	<b>69.848.507</b>
Software e Dados	1	5.316.571	2	15.743.235	3	21.059.806
<b>Total geral</b>	<b>143</b>	<b>1.052.324.471</b>	<b>39</b>	<b>663.566.890</b>	<b>182</b>	<b>1.715.891.361</b>

Fonte: Elaborado pelo autor



O quadro 1 identifica a quantidade de empresas, por setor, consideradas no estudo. A amostra 1 é todas as empresas que divulgaram o Formulário de Referência, e ao mesmo tempo, foi possível encontrar todas as variáveis necessárias para este estudo. A amostra 2 é as empresas que, apesar de terem divulgado a remuneração executiva da diretoria estatutária, não o fizeram para o item 13.11 do Formulário de Referência. Isto só foi possível, como já mencionado, através da liminar do IBEF. Já a última coluna do quadro 1 consiste na soma das duas amostras. Para este estudo, foi considerada a amostra 1.

### 5.3 COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi dividida em três etapas. Na primeira etapa foram coletadas as informações referentes à remuneração executiva da diretoria estatutária. A fonte para esta coleta foi o Formulário de Referência, nas seções 13.2 e 13.11. A seção 13.2 informa a composição da remuneração, em fixo e variável, assim como a remuneração total e a seção 13.11 informa a menor, maior e a média da remuneração individual do respectivo órgão societário pesquisado.

Na segunda etapa, foram coletadas as informações referentes à composição do conselho de administração. Os componentes coletados foram: tamanho do conselho de administração, dualidade de cargos entre presidente do conselho e CEO e número de membros independentes, externos, internos e suplentes. A fonte para esta coleta foi o site da CVM.

Na última etapa, foram coletados alguns indicadores financeiros referentes às empresas da amostra. Os indicadores foram: valor de mercado, retorno sobre o ativo (ROA), liquidez corrente e alavancagem de controle acionário. A fonte para esta coleta foi o banco de dados da Economática. Além disso, foi pesquisado e coletado se as empresas do estudo possuíam ADR (*american depositary receipt*) negociadas. Para esta coleta foi acessado o *web site* [www.adr.com](http://www.adr.com).

As fontes de coleta, portanto, foram o Formulário de Referência, *web site* da CVM e ADR, e o banco de dados da Economática. Toda coleta de dados foi realizada para o ano de 2010. As coletas de dados no Formulário de Referência e

site da CVM foram as que demandaram mais tempo, tendo em vista a necessidade de inspeção, detecção e posterior tabulação das informações pesquisadas nas respectivas fontes.

#### 5.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Todos os dados coletados foram consolidados em uma única tabela em formato *EXCEL (Microsoft Office 2007)*. Através desta base de dados única, foi possível construir todos os gráficos, quadros e tabelas para a análise descritiva e da amostra.

Após esta estatística descritiva, a mesma base de dados consolidada foi utilizada no *software Eviews*, versão 5, para análise das variáveis estudadas. As variáveis foram: retorno sobre o ativo (ROA), nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado ou Nível 2, tamanho do conselho de administração, liquidez corrente, valor de mercado, alavancagem de controle, número de membros independentes no Conselho, presença de Comitê de Remuneração e emissão de ADRs. Para cada variável foi realizada uma análise de variância.

Por fim, foi realizada uma análise multivariada no mesmo *software Eviews*. A regressão linear considerou as mesmas variáveis da análise de variância contra a amplitude salarial, ou seja, a diferença entre a maior e menor remuneração individual na diretoria estatutária das empresas estudadas.

#### 5.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Os dados obtidos nesse estudo representam a realidade das companhias listadas na Bovespa, e que divulgaram, através do Formulário de Referência, informações sobre a remuneração executiva. Portanto, os resultados e conclusões obtidos não podem ser estendidos às demais empresas brasileiras. A pesquisa restringe-se à remuneração executiva na diretoria estatutária e, portanto, as considerações finais sobre o estudo também não podem ser estendidas aos outros órgãos societários. Vale ressaltar que todos os dados deste estudo são referentes a 2010.

## 6 RESULTADOS

Esta seção tem como objetivo apresentar os principais resultados obtidos no estudo e está dividida em três partes. A primeira descreve as práticas de remuneração na diretoria estatutária das empresas analisadas. A seguir, é apresentada uma série de análises de variância realizadas com as variáveis coletadas para este estudo. Por fim, são identificados possíveis determinantes para a amplitude salarial na diretoria estatutária, através de uma regressão estatística.

### 6.1 PRÁTICAS DE REMUNERAÇÃO

Para melhor descrever a amplitude salarial na diretoria estatutária, optou-se por primeiro dividir a amostra em seus respectivos setores. O quadro 2 apresenta a média da amplitude entre a maior e menor remuneração individual das empresas da amostra por setor.

**Quadro 2 - Média da amplitude salarial por setor**

Setor	Amplitude Média (R\$)
Mineração	5.592.503
<b>Química</b>	<b>3.980.582</b>
Comércio	3.057.770
<b>Papel e Celulose</b>	<b>2.737.548</b>
Software e Dados	2.668.677
<b>Transporte Serviços</b>	<b>2.295.865</b>
Alimentos e Bebidas	1.955.031
<b>Outros</b>	<b>1.214.180</b>
Minerais não Metálicos	1.063.404
<b>Eletroeletrônicos</b>	<b>1.283.811</b>
Siderurgia & Metalurgia	812.666
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>767.529</b>
Construção	764.478
<b>Energia Elétrica</b>	<b>698.611</b>
Veículos e peças	610.989
<b>Agro e Pesca</b>	<b>475.255</b>
Têxtil	451.209
<b>Petróleo e Gas</b>	<b>213.310</b>
Telecomunicações	92.694
<b>Média geral</b>	<b>1.194.239</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

O quadro 2 evidencia que, para o ano de 2010, os setores de Mineração, Química e Comércio apresentaram uma maior amplitude média da remuneração individual nas respectivas empresas destes setores. Ao passo que setores como Telecomunicações, Petróleo e Gás e Têxtil estão entre os que tiveram uma menor amplitude salarial.

No quadro 3, é possível observar a média da remuneração média por setor. Além desta informação, a tabela apresenta a média da maior e menor remuneração individual das empresas por setor, assim como a respectiva média da dispersão salarial. A dispersão salarial foi calculada subtraindo a maior pela menor remuneração individual de cada empresa, e após dividindo o resultado pela média da remuneração individual. Após ter a dispersão salarial de cada empresa, foi calculada a dispersão média por setor. Optou-se por analisar a dispersão salarial, além da amplitude salarial, para melhor descrever as práticas de remuneração na diretoria estatutária.

**Quadro 3 - Média da dispersão salarial por setor**

Setor	Média da Maior Remuneração	Média da Menor Remuneração	Média da Remuneração Média	Média da Dispersão
Software e Dados	3.160.945	492.268	718.511	371%
<b>Mineração</b>	<b>5.995.009</b>	<b>402.506</b>	<b>1.945.320</b>	<b>287%</b>
Transporte Serviços	3.039.990	744.125	1.408.281	145%
<b>Telecomunicações</b>	<b>143.674</b>	<b>50.980</b>	<b>72.109</b>	<b>129%</b>
Papel e Celulose	3.501.996	764.447	1.946.605	126%
<b>Comércio</b>	<b>3.768.220</b>	<b>710.450</b>	<b>1.544.851</b>	<b>120%</b>
Eletroeletrônicos	1.749.565	465.754	1.095.395	117%
<b>Construção</b>	<b>1.350.972</b>	<b>586.494</b>	<b>874.886</b>	<b>112%</b>
Química	4.739.929	759.347	2.282.039	112%
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>1.175.495</b>	<b>407.965</b>	<b>617.220</b>	<b>106%</b>
Outros	1.625.436	411.256	896.044	105%
<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>2.741.078</b>	<b>786.047</b>	<b>1.561.063</b>	<b>98%</b>
Minerais não Metálicos	1.654.047	590.644	953.926	96%
<b>Siderurgia &amp; Metalurgia</b>	<b>1.231.267</b>	<b>418.601</b>	<b>717.191</b>	<b>95%</b>
Agro e Pesca	811.353	336.098	547.271	94%
<b>Têxtil</b>	<b>847.873</b>	<b>396.664</b>	<b>504.826</b>	<b>91%</b>
Energia Elétrica	1.209.260	510.649	741.633	78%
<b>Veículos e peças</b>	<b>1.558.931</b>	<b>947.941</b>	<b>1.229.229</b>	<b>51%</b>
Petróleo e Gas	1.434.517	1.221.207	1.291.791	16%
<b>Média geral</b>	<b>1.740.432</b>	<b>546.193</b>	<b>966.070</b>	<b>99%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar o quadro 3, observa-se que há uma possível tendência de que setores com uma maior média da remuneração média individual de seus executivos

apresentem uma maior dispersão salarial, assim como amplitude salarial. Como exceção, observa-se que o setor de Petróleo e Gás apresenta uma alta média da remuneração média, mesmo tendo uma dispersão salarial baixa quando comparado com outros setores. Da mesma forma, para o setor de *Software* e Dados observa-se o contrário.

Ao cruzar os quadros 2 e 3, percebe-se que existe uma possível correlação positiva entre amplitude e dispersão salarial. O setor de Telecomunicações encontra-se como principal exceção.

Para melhor descrever as práticas de remuneração, o quadro 4 apresenta a parcela fixa e variável da remuneração por setor da amostra.

**Quadro 4 - Parcela fixa e variável da remuneração**

Setor	% Fixo	% Variável
Têxtil	80%	20%
<b>Petróleo e Gas</b>	<b>74%</b>	<b>26%</b>
Software e Dados	72%	28%
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>71%</b>	<b>29%</b>
Agro e Pesca	68%	32%
<b>Siderurgia &amp; Metalurgia</b>	<b>58%</b>	<b>42%</b>
Telecomunicações	57%	43%
<b>Outros</b>	<b>52%</b>	<b>48%</b>
Alimentos e Bebidas	51%	49%
<b>Eletroeletrônicos</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
Veículos e peças	50%	50%
<b>Energia Elétrica</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
Construção	48%	52%
<b>Papel e Celulose</b>	<b>46%</b>	<b>54%</b>
Minerais não Metálicos	41%	59%
<b>Transporte Serviços</b>	<b>40%</b>	<b>60%</b>
Comércio	38%	62%
<b>Química</b>	<b>28%</b>	<b>72%</b>
Mineração	18%	82%
<b>Média geral</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se que em alguns setores, como Mineração e Química, a parcela variável da remuneração representa mais do que 70% da remuneração total. Fica claro também, que não existe um padrão entre os setores nas suas políticas de

remuneração, já que há setores com 80% de remuneração fixa e outros com 80% de remuneração variável.

O quadro 5 mostra uma análise descritiva das empresas da amostra para as seguintes variáveis: valor de mercado, rentabilidade do ativo (ROA), número de conselheiros independentes, alavancagem de controle acionário e liquidez corrente. Para essas variáveis foram apresentados seus valores mínimo, primeiro tercil (33° percentil), mediana, média, segundo tercil (66° percentil) e máximo.

**Quadro 5 - Descrição das variáveis para seus valores mínimo, 1° tercil, mediana, média, 2° tercil e máximo.**

Variáveis	Mínimo	1° Tercil	Mediana	Média	2° Tercil	Máximo
Valor de Mercado	14.152	591.366	1.338.456	7.355.562	2.912.764	380.246.723
ROA	-17,4	3	5,5	5,9	7,3	54,4
Conselheiros Independetes	0	0	1,0	1,5	2,0	6,0
Alavancagem de Controle	0,3	1,0	1,0	1,3	1,2	4,4
Liquidez Corrente	0,1	1,3	1,7	2,3	2,1	35,7

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar o quadro 5, percebe-se que para valor de mercado, rentabilidade do ativo (ROA) e liquidez corrente existe grande amplitude entre o menor e maior valor. Assim como a média para essas variáveis pode ser considerada baixa comparada com o valor máximo. Segundo a classificação da BM&FBOVESPA para conselheiros independentes, o número máximo para as empresas desta amostra é de seis conselheiros. Alavancagem de controle, que representa um acionista com percentual de voto significativamente maior que percentual de capital investido, mostrou que a maior alavancagem é de 4,4.

Com o mesmo intuito de descrever a amostra para todas as variáveis deste estudo, o quadro 6 apresenta uma descrição das empresas para quatro variáveis binárias. As variáveis são: dualidade, que representa dualidade de cargo entre presidente do conselho e CEO (*chief executive officer*), presença de comitê de remuneração, emissão de ADRs e nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado ou Nível 2. Foi verificado o número de empresas da amostra que possuem ou não essas variáveis, assim como o respectivo percentual em relação ao total da amostra.

**Quadro 6 – Descrição das variáveis binárias**

Variáveis	Sim	% do Total (Sim)	Não	% do Total (Não)	Total
Dualidade	31	22%	112	78%	143
Comitê de Remuneração	12	8%	131	92%	143
ADR	44	31%	99	69%	143
Novo Mercado/Nível 2	65	45%	78	55%	143

Fonte: Elaborado pelo autor

A variável que é menos representativa na amostra é presença de comitê de remuneração, com apenas 12 empresas. Já a mais representativa é Novo Mercado/Nível 2, com 45% da amostra neste nível diferenciado de governança corporativa.

## 6.2 ANÁLISE DE VARIÂNCIA

A Tabela 1 resume as análises de variância realizadas para as empresas do primeiro e segundo tercil. Para esta análise, o grupo primeiro tercil não representa o 33º percentil, e sim, contempla o grupo de empresas com menor dispersão salarial, representando 33% da amostra. Já o grupo segundo tercil corresponde às empresas com maior dispersão salarial, e da mesma forma representa 33% da amostra total. Optou-se por realizar análises de variância para a dispersão salarial pelo fato de ter sido verificado, na análise descritiva, uma possível correlação entre dispersão salarial e amplitude salarial.

**Tabela 1 - Teste Anova entre empresas do 1º e 2º Tercil de dispersão salarial**

Variáveis Independentes	Nº Empresas	Média	Desv. Pad.	Erro Pad. da Média	Teste-T	Anova F-estat.	Prob.
<b>Variável LOGVM</b>							
Tercil 1º	48	13,714	1,828	0,264	2,631	6,925	0,010
Tercil 2º	46	14,656	1,631	0,240			
<b>Variável INDEP</b>							
Tercil 1º	41	1,024	1,458	0,228	2,055	4,223	0,043
Tercil 2º	41	1,780	1,851	0,289			
<b>Variável ROA</b>							
Tercil 1º	48	6,698	8,960	1,293	0,100	0,010	0,921
Tercil 2º	46	6,539	6,121	0,903			
<b>Variável ALAVANC</b>							
Tercil 1º	48	1,335	0,522	0,075	0,607	0,369	0,545
Tercil 2º	46	1,417	0,768	0,113			
<b>Variável TAM</b>							
Tercil 1º	41	8,049	5,258	0,821	0,309	0,095	0,758
Tercil 2º	41	8,341	3,038	0,474			
<b>Variável LIQCOR</b>							
Tercil 1º	48	2,431	2,640	0,381	0,259	0,067	0,796
Tercil 2º	46	2,648	5,116	0,754			

Fonte: Elaborado pelo autor

A respectiva análise realizou o teste de diferença de médias entre empresas do primeiro e segundo tercil para seis variáveis independentes. As variáveis independentes foram, respectivamente, valor de mercado (LOGVM), membros independentes no Conselho de Administração (INDEP), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem de controle (ALAVANC), tamanho do Conselho (TAM) e índice de liquidez corrente (LIQCOR).

As variáveis que se mostraram mais relevantes para este estudo foram valor de mercado (LOGVM), estatisticamente significativa ao nível de 1%, e membros independentes no Conselho (INDEP), estatisticamente significativa ao nível de 5%. Portanto, o teste Anova indica que pode haver diferença entre as médias entre as empresas do primeiro e segundo tercil para as respectivas variáveis. Esta diferença indica que empresas com maior dispersão salarial têm um valor de mercado maior e mais conselheiros independentes.

A Tabela 2 realizou a análise de variância para a amplitude salarial em três grupos distintos. Os testes foram realizados para a amplitude salarial destes grupos. O primeiro grupo está dividido em empresas que possuem ou não ADRs negociados. O segundo é de empresas que estão ou não em um nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado ou Nível 2. Já o último grupo contempla empresas que tem um comitê de remuneração ou não. Para cada grupo, a variável dependente foi o logaritmo da amplitude salarial, ou seja, o logaritmo da média da diferença entre a maior e menor remuneração individual das empresas.

**Tabela 2 - Teste Anova para empresas com ADRs, nível diferenciado de governança corporativa e comitê de remuneração**

Grupos	Nº Empresas	Média Logaritmo de Amplitude Salarial	Desv. Pad.	Erro Pad. da Média	Teste-T	Anova F-estat.	Prob.
<b>ADR</b>							
Sem ADR	91	12,6423	1,8257	0,191	2,793	7,802	0,006
Com ADR	44	13,5414	1,5897	0,240			
<b>NIVEL</b>							
Sem NIVEL	70	12,3593	1,9570	0,234	4,085	1,669	0,0001
Com NIVEL	65	13,5557	1,3700	0,170			
<b>CREM</b>							
Sem CREM	104	13,0527	1,6449	0,161	0,448	0,201	0,655
Com CREM	12	12,8331	1,1908	0,344			

Fonte: Elaborado pelo autor



Os grupos de empresas que negociam ADRs (ADR) e que estão em um nível diferenciado de governança corporativa (NIVEL) apresentaram resultado mais relevante para este estudo. O teste Anova realizado para os grupos ADR e NIVEL indica que pode haver diferença de médias na amplitude salarial entre empresas destes grupos. Portanto, empresas que estão em um nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado ou Nível 2 e emitiram ADRs possuem, em média, uma maior amplitude salarial.

O grupo referente ao comitê de remuneração não apresentou resultado estatisticamente significativo para este estudo.

### 6.3 POSSÍVEIS DETERMINANTES DA AMPLITUDE SALARIAL NA DIRETORIA ESTATUTÁRIA

Para a análise de possíveis determinantes da amplitude salarial observada neste estudo, foi realizada uma regressão estatística. A análise multivariada considerou 116 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), que divulgaram a remuneração de seus executivos no respectivo Formulário de Referência em 31/12/2010. A variável dependente do estudo foi a amplitude salarial, ou seja, a diferença entre a maior e menor remuneração individual da diretoria estatutária. A amplitude salarial foi regredida contra características de governança corporativa, indicadores financeiros e variáveis de controle por setor, conforme o modelo apresentado a seguir:

$$\begin{aligned} \text{LOGDIFREM} = & \beta_0 + \beta_1\text{ADR} + \beta_2\text{CREM} + \beta_3\text{DUAL} + \beta_4\text{NIVEL} + \beta_5\text{TAM} + \beta_6\text{INDEP} \\ & + \beta_7\text{LIQCOR} + \beta_8\text{LOGVM} + \beta_9\text{ROA} + \beta_{10}\text{ALAVANC} + \beta_{11}\text{SCOM} + \beta_{12}\text{SMAQ} \\ & + \beta_{13}\text{SCON} + \beta_{14}\text{SELE} + \beta_{15}\text{SENE} + \beta_{16}\text{STEL} + \beta_{17}\text{STEX} + \beta_{18}\text{SAGR} \\ & + \beta_{19}\text{SALI} + \Sigma \end{aligned} \quad (1)$$

Onde:

LOGDIFREM – variável dependente contínua que reflete a amplitude salarial;

$\beta_0$  – constante;

ADR – emissão de ADR (*american depositary receipt*)

CREM – comitê de remuneração;  
 DUAL – acumulações das funções de CEO e presidente do Conselho de Administração;  
 NIVEL – nível diferenciado de governança corporativa;  
 TAM – tamanho do conselho de administração;  
 INDEP – membro independente do conselho de administração;  
 LIQCOR – liquidez corrente;  
 LOGVM – valor de mercado;  
 ROA – lucratividade da empresa, medida com base no retorno sobre o ativo;  
 ALAVANC – alavancagem de controle;  
 SCOM – setor de comércio;  
 SMAQ – setor de máquinas industriais;  
 SCOM – setor de construção;  
 SELE – setor de eletroeletrônicos;  
 SENE – setor de energia elétrica;  
 STEL – setor de telecomunicações;  
 STEX – setor têxtil;  
 SAGR – setor de agro e pesca;  
 SALI – setor de alimentos;  
 Σ – resíduos;

Os resultados da estimação são apresentados na Tabela 3.

**Tabela 3 - Determinantes da amplitude salarial na diretoria estatutária**

<b>Variáveis Independentes</b>	<b>Coef.</b>	<b>T-estat.</b>	<b>Prob.</b>	<b>VIF</b>
Constante	<b>6,767</b>	<b>4,914</b>	<b>0,000</b>	
<i>Dummy</i> ADRs	- <b>0,480</b>	- <b>1,326</b>	<b>0,188</b>	<b>1,664</b>
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	- <b>0,301</b>	- <b>0,655</b>	<b>0,514</b>	<b>1,146</b>
<i>Dummy</i> Dualidade	- <b>0,079</b>	- <b>0,230</b>	<b>0,818</b>	<b>1,234</b>
<i>Dummy</i> Nível de Governança Corporativa	<b>0,718</b>	<b>1,901</b>	<b>0,060</b>	<b>2,088</b>
Tamanho do Conselho	- <b>0,028</b>	- <b>0,751</b>	<b>0,455</b>	<b>1,465</b>
Membros Independentes no Conselho	<b>0,179</b>	<b>1,777</b>	<b>0,079</b>	<b>1,725</b>
Liquidez Corrente	<b>0,046</b>	<b>1,018</b>	<b>0,311</b>	<b>1,329</b>
Valor de Mercado	<b>0,396</b>	<b>3,801</b>	<b>0,0003</b>	<b>1,737</b>
Rentabilidade (ROA)	- <b>0,023</b>	- <b>1,202</b>	<b>0,232</b>	<b>1,385</b>
Alavancagem de Controle	<b>0,493</b>	<b>2,039</b>	<b>0,044</b>	<b>1,339</b>
<i>Dummy</i> setor de comércio	<b>0,429</b>	<b>0,679</b>	<b>0,499</b>	<b>1,145</b>
<i>Dummy</i> setor de máquinas industriais	- <b>0,701</b>	- <b>0,934</b>	<b>0,353</b>	<b>1,097</b>
<i>Dummy</i> setor de construção	- <b>0,036</b>	- <b>0,077</b>	<b>0,939</b>	<b>1,466</b>
<i>Dummy</i> setor de eletroeletrônicos	<b>0,722</b>	<b>0,498</b>	<b>0,620</b>	<b>1,052</b>
<i>Dummy</i> setor de energia elétrica	- <b>0,580</b>	- <b>1,430</b>	<b>0,156</b>	<b>1,531</b>
<i>Dummy</i> setor de telecomunicações	- <b>2,213</b>	- <b>1,472</b>	<b>0,144</b>	<b>1,130</b>
<i>Dummy</i> setor têxtil	- <b>0,864</b>	- <b>1,649</b>	<b>0,102</b>	<b>1,148</b>
<i>Dummy</i> setor agro e pesca	<b>0,096</b>	<b>0,121</b>	<b>0,904</b>	<b>1,229</b>
<i>Dummy</i> setor de alimentos	<b>0,178</b>	<b>0,279</b>	<b>0,781</b>	<b>1,165</b>
R <sup>2</sup> Ajustado		<b>0,227</b>		
F - estatístico		<b>2,776</b>		
Probab, (F-estatístico)		<b>0,001</b>		
Durbin - Watson		<b>2,238</b>		
Observações		<b>116</b>		
Teste Jarque-bera	Estat.	<b>3,3597</b>	Prob.	<b>0,1864</b>
Teste de Breusch-Pagan-Godfrey	F-estat.	<b>1,2615</b>	Prob.	<b>0,2276</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Na regressão linear, o  $R^2$  ajustado pode ser considerado razoável, tendo em vista que seu principal objetivo é ressaltar o efeito de certas variáveis independentes no comportamento da variável dependente. A adequação do modelo aos pressupostos do Modelo de Regressão Linear foi analisada mediante realização do teste de heterocedasticidade de Breush-Pagan-Godfrey, do teste de normalidade de Jarque-Bera e do método *Variance Inflation Factor* (VIF) de detecção de multicolinearidade.

O teste de heterocedasticidade de Breush-Pagan-Godfrey não permitiu rejeitar a hipótese nula de homocedasticidade do modelo (Prob. 0,2276). A hipótese nula de normalidade dos resíduos não foi rejeitada, segundo o teste de normalidade de Jarque-Bera (Prob. 0,1864). Foi possível confirmar que não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, já que o índice VIF foi inferior a cinco para todas elas.

De todas as variáveis independentes, quatro se mostraram estatisticamente mais relevantes para o estudo. São elas: *dummy* nível de governança corporativa, membros independentes no Conselho, valor de mercado e alavancagem de controle. A variável mais representativa, estatisticamente significativa ao nível de 1%, é valor de mercado. Alavancagem de controle é estatisticamente significativa ao nível de 5%, e *dummy* nível de governança corporativa e membros independentes no Conselho ao nível de 10%.

O sinal para *dummy* nível de governança corporativa e membros independentes no Conselho não foi condizente com o esperado, pois indicou que quanto maior a respectiva variável maior a amplitude salarial. Este estudo mostrou que quanto mais conselheiro independente e um melhor nível de governança corporativa (Novo Mercado ou Nível 2), maior será a amplitude salarial na diretoria estatutária. Na análise das variâncias, observou-se o mesmo resultado para *dummy* nível de governança corporativa.

A variável independente alavancagem de controle, com significância estatística de 5%, teve um resultado esperado, pois com seu sinal positivo, indicou que quanto maior a alavancagem de controle maior a amplitude salarial. Isto significa

que quando um acionista possui um percentual de voto significativamente maior que seu percentual de capital investido, a respectiva empresa tende a ter uma maior amplitude salarial. A hipótese seria de que o acionista controlador poderia influenciar a estrutura de remuneração em benefício próprio.

Valor de mercado, variável estatisticamente mais significativo, também teve um resultado esperado. Com sinal positivo, a variável indicou que quanto maior o valor de mercado da empresa maior será a amplitude salarial. A hipótese seria de que empresas com maior valor de mercado tenham uma política de remuneração proporcionalmente maior, e com isso uma maior amplitude salarial.

## 7 CONCLUSÃO

### 7.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi verificar os possíveis determinantes da amplitude salarial na diretoria estatutária das companhias brasileiras de capital aberto. Para se chegar a tal resultado, dividiu-se a análise em três etapas. Na primeira, foi realizada uma análise descritiva das práticas de remuneração com enfoque na amplitude e dispersão salarial. Em seguida, foram realizadas uma série de análises de variância para a amplitude e dispersão salarial. E por fim, a amplitude salarial, ou seja, a diferença entre a maior e menor remuneração individual da diretoria estatutária foi regredida em uma análise multivariada.

Na análise descritiva por setor, constatou-se que os setores de Mineração, Química e Comércio apresentaram uma maior amplitude média da remuneração individual nas respectivas empresas destes setores. Já os setores com a menor média da amplitude salarial foram os de Telecomunicações, Petróleo e Gás e Têxtil. Uma possível tendência observada foi a de que setores com uma maior média da remuneração média individual apresentem uma maior dispersão salarial, assim como amplitude salarial.

Ainda na análise descritiva da amostra, foi constatado que as variáveis valor de mercado, rentabilidade do ativo (ROA) e liquidez corrente possuem grande amplitude entre o maior e menor valor nas empresas da amostra. Quanto às variáveis binárias, observa-se que a menos representativa é presença de comitê de remuneração, com apenas 12 empresas e a mais representativa é Novo Mercado/Nível 2, com 45% da amostra neste nível diferenciado de governança corporativa.

Na segunda etapa deste estudo, foram realizados testes Anova para quatro grupos. O primeiro teste realizou a diferença entre médias no grupo 1, que consiste em empresas do primeiro e segundo tercil de dispersão salarial, para sete variáveis independentes. As variáveis que se mostraram mais relevantes foram valor de mercado (LOGVM) e membros independentes no Conselho (INDEP). A diferença de

médias observada nas duas variáveis indica que empresas com maior dispersão salarial tendem a ter um valor de mercado maior, além de apresentarem mais conselheiros independentes.

Em seguida, a análise de variância foi realizada para a amplitude salarial nos outros três grupos. Os testes mostraram que entre empresas dos grupos ADR e NIVEL pode haver diferença de médias nas respectivas amplitudes salariais. Portanto, empresas que estão em um nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado/Nível 2 e emitiram ADRs possuem, em média, uma maior amplitude salarial. Para o grupo CREM (comitê de remuneração) não foi obtido resultado estatisticamente significativo.

Por fim, a variável dependente deste estudo, a amplitude salarial, foi regredida em uma análise multivariada. Nesta regressão linear, a variável dependente foi regredida contra uma série de variáveis independentes. As variáveis que se mostraram estatisticamente mais relevantes para este estudo foram: *dummy* nível de governança corporativa, membros independentes no Conselho, valor de mercado e alavancagem de controle. De todas, a variável mais representativa, estatisticamente significativa ao nível de 1%, foi valor de mercado. Alavancagem de controle foi estatisticamente significativa ao nível de 5%, e *dummy* nível de governança corporativa e membros independentes no Conselho ao nível de 10%.

A variável independente alavancagem de controle teve um resultado esperado, pois com seu sinal positivo, indicou que quanto maior a alavancagem de controle maior a amplitude salarial. Isto significa que quando um acionista possui um percentual de voto significativamente maior que seu percentual de capital investido, a respectiva empresa tende a ter uma maior amplitude salarial. A hipótese seria de que o acionista controlador poderia influenciar a estrutura de remuneração em benefício próprio.

O valor de mercado também teve um resultado esperado. Com sinal positivo, a variável indicou que quanto maior o valor de mercado da empresa, maior será a amplitude salarial. A hipótese seria de que empresas com maior valor de mercado tenham uma política de remuneração proporcionalmente maior, e com isso uma

maior amplitude salarial.

O sinal para *dummy* nível de governança corporativa e membros independentes no Conselho não foi condizente com o esperado, pois indicou que quanto maior a respectiva variável, maior a amplitude salarial. Este estudo mostrou que quanto mais conselheiros independentes e melhor o nível de governança corporativa (Novo Mercado/Nível 2), maior será a amplitude salarial na diretoria estatutária. Na análise das variâncias, observou-se o mesmo resultado para *dummy* nível de governança corporativa.

Portanto, os possíveis determinantes para a amplitude salarial na diretoria estatutária para as empresas do estudo são: maior valor de mercado, nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado/Nível 2, maior número de conselheiros independentes e maior alavancagem de controle.

## 7.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Dentre as limitações deste estudo, destacam-se aquelas relacionadas à coleta de dados. Verificou-se uma dificuldade em conseguir todas as informações referentes à remuneração executiva e conselho de administração, principalmente pelo fato de nem todas as empresas preencherem o Formulário de Referência ou divulgarem informações incoerentes ou incompletas.

## 7.3 SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Para complementar o estudo e como sugestão para futuras pesquisas, é válido verificar os determinantes da dispersão salarial, ao invés da amplitude. A dispersão salarial como variável dependente da regressão linear permite analisar a remuneração executiva na diretoria estatutária sob um ângulo diferente e complementar à amplitude salarial. Vale lembrar que a diferença entre amplitude e dispersão salarial é que esta considera a média da remuneração individual no seu cálculo, enquanto, aquela não.

Quanto à divulgação de informações sobre remuneração executiva, a tendência é de que cada vez mais as empresas preencham o Formulário de Referência e, conseqüentemente, informem sobre suas políticas de remuneração. Portanto, será possível aprofundar os estudos sobre remuneração executiva nos próximos anos.



## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2007.

ANDERSON, R. David; Sweeney J. Dennis; Williams A. Thomas. Estatística Aplicada à Administração e Economia. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (2009). Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

BOGNANNO, L. Michael. Executive Compensation: A Brief Review. Temple University and Institute for the Study of Labor (IZA). 2010

EISENHARDT, Kathleen M.. Agency Theory: An Assessment and Review. The academy of management review, Vol.14 No. 1 (1989),

GIL, Antonio Carlos. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. São Paulo: Ed. Atlas, 2008.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. FRBNY Economic Policy Review, v. 7, abril 2003.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v.26, 1985.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, nº2, 1994.

LODI, João B. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Remuneração dos Administradores 2011. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Pesquisas.aspx>>. Acesso em: 14 ago. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas de governança corporativa. 2010, p.19. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em: 14 ago. 2011.

MARTIN, Nilton Cano; SANTOS, Lílian Regina e DIAS FILHO, José Maria. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. In: Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo. 2004, v. 34, n. 1, p. 7-22.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds.). Handbook of labor economics. Amsterdam: North Holland. Vol. 3, apr. 1998.

PAULA E SILVA, Antonio Luiz de. Governança institucional: um estudo do papel e da operação dos conselhos das organizações da sociedade civil no contexto brasileiro. 2001. 241p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2001.

SANTIAGO-CASTRO, Marisela; BROWN, Cynthia. Ownership structure and minority rights: A Latin American view. Journal of Economics and Business. Vol. 59, n. 5, 2007, p. 430 – 442.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. Metodologia da Pesquisa e Elaboração da Dissertação. 3 ed. rev. atual. Florianópolis: Laboratório de ensino a distância da UFSC, 2001

SILVEIRA, Alexandre DI Miceli da. Governança Corporativa: Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SOUZA. Thelma de Mesquita Garcia e. Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Atlas, 2005.

ROTH, Kendall; O'DONNELL, Sharon. (1996). Foreign subsidiary compensation strategy: an agency perspective. The Academy of Management Journal. Vol. 39, No. 3, p. 678 – 703.

YABLON, Charles M.; HILL, Jennifer. Timing corporate disclosures to maximize performance-based remuneration: a case of misaligned incentives? Wake Forest Law Review. Vol. 35, 2000, p. 83-122.

YOUNG, Michel N.; et al. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. Journal of Management Studies. Vol. 45, n. 1, Jan. 2008, p. 196-220.