

Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado*

Isac de Freitas Brandão¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4928-8637>
E-mail: isac.freitas@ifce.edu.br

Alessandra Carvalho de Vasconcelos²

 <https://orcid.org/0000-0002-6480-5620>
E-mail: alessandra.vasconcelos@ufc.br

Márcia Martins Mendes De Luca²

 <https://orcid.org/0000-0002-9995-5637>
E-mail: marciammdeluca@gmail.com

Vicente Lima Crisóstomo²

 <https://orcid.org/0000-0002-8593-0471>
E-mail: vlc@ufc.br

¹ Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, CE, Brasil

² Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Departamento de Contabilidade, Fortaleza, CE, Brasil

Recebido em 25.09.2017 – Desk aceite em 19.10.2017 – 3ª versão aprovada em 11.02.2018 – Ahead of print em 03.09.2018
Editora Associada Ad Hoc: Josete Florêncio dos Santos

RESUMO

Este artigo investiga, no mercado de capitais brasileiro, o efeito da composição do conselho de administração na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado, conhecida como *pay-performance sensitivity* (PPS). Devido aos potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e entre acionistas e gestores, os membros do conselho de administração da diretoria executiva ou indicados pelo acionista controlador teriam menos independência, o que pode comprometer a eficiência do monitoramento e, por consequência, reduzir a PPS. Pretende-se contribuir com o entendimento dos conflitos de agência ocorridos no mercado de capitais brasileiro e com a definição da configuração dos mecanismos de monitoramento e compensação que minimizam os custos totais de agência, maximizando a riqueza dos acionistas. Os resultados da pesquisa trazem implicações para a compreensão das relações de agência e para a governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. Conclui-se que a relação entre o monitoramento exercido pelo conselho de administração e a compensação dos gestores é condição para sua eficácia como mecanismo de governança no mercado de capitais brasileiro. Analisaram-se dados do período de 2013 a 2015 de 92 empresas participantes do Índice Brasil 100 (IBRX 100) da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Além de testes de diferença entre médias e correlação, processaram-se estimativas por meio da modelagem mínimos quadrados generalizados viáveis (*feasible generalized least squares*). A independência do conselho de administração em relação ao acionista controlador e à diretoria executiva pode funcionar como mecanismo de governança corporativa complementar à compensação dos executivos. Os resultados deste estudo indicam que a proporção de executivos e de membros independentes no conselho de administração reduz a PPS, medida de eficácia da compensação dos executivos operacionalizada pela relação contemporânea entre incremento da remuneração dos gestores e incremento de valor de mercado da empresa.

Palavras-chave: conflitos de agência, governança corporativa, conselho de administração, remuneração dos executivos, *pay-performance sensitivity*.

Endereço para correspondência

Isac de Freitas Brandão

Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria
Avenida da Universidade, 2846 – CEP 60020-180
Benfica – Fortaleza – CE – Brasil

*Trabalho apresentado no XI Congresso ANPCONT, Belo Horizonte, MG, Brasil, junho de 2017.



1. INTRODUÇÃO

A compensação dos executivos é apontada como um dos custos de agência incorridos pelos acionistas, decorrente dos conflitos entre seus interesses e os dos gestores (Bebchuk & Fried, 2003; Jensen & Meckling, 1976). Esse custo pode ser instrumento de alinhamento de interesses, ao incentivar os gestores a tomar decisões que maximizem o retorno para os acionistas (Correia, Amaral & Louvet, 2014; Murphy, 1998). Nesse contexto, o contrato ótimo de compensação dos executivos seria aquele que maximiza a sensibilidade da remuneração ao desempenho corporativo (Murphy, 1998). A literatura de finanças trata essa sensibilidade, de forma geral, como a relação entre o incremento da remuneração dos gestores e o incremento de valor de mercado da empresa, denominada *pay-performance sensitivity* (PPS) (Jensen & Murphy, 1990; Murphy, 1998; Víctor, 2013). Entretanto, se não houver mecanismos de controle sobre as ações dos gestores, estes podem ser remunerados em valor acima do retorno proporcionado por suas ações aos acionistas, reduzindo a PPS (Hassen, Ouakdi & Omri, 2015).

No Brasil, a remuneração dos administradores, incluindo conselheiros e diretores, é fixada pela assembleia geral dos sócios, segundo a Lei n. 6.404 (1976), de 15 de dezembro de 1976, a Lei das Sociedades por Ações. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), o conselho de administração é o órgão responsável pela definição da política de remuneração executiva, enquanto a assembleia geral deve aprová-la. Nesse contexto, o conselho de administração mais atuante e independente buscaria o contrato ótimo de remuneração dos executivos que possibilite maximizar a PPS (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Víctor, 2013).

Dessa problemática formula-se o seguinte questionamento:

Qual o efeito da composição do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho corporativo?

Esta pesquisa teve por objetivo investigar o efeito da composição do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração da diretoria executiva ao desempenho nas empresas brasileiras.

Em países com modelo de governança corporativa anglo-saxão (Rossetti & Andrade, 2012), foram realizadas pesquisas acerca da correlação da composição do conselho de administração com a eficácia da compensação dos executivos (Chhaochharia & Grinstein, 2009; Conyon, 1997; Core et al., 1999; Lippert & Moore, 1994; Lippert &

Porter, 1997). Nesses países, as empresas apresentam, em sua maioria, estrutura de propriedade dispersa, caracterizando o conflito de agência entre acionistas e gestores e há maior efetividade de mecanismos externos de controle (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998).

No mercado brasileiro, caracterizado por empresas com alta concentração acionária, baixo *enforcement* e fraca proteção legal aos acionistas minoritários (La Porta et al., 1998), tem-se buscado melhorar os padrões de governança das empresas, com ações como os segmentos de listagem diferenciados da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e o estímulo à compra de ações por investidores institucionais (Black, Carvalho & Sampaio, 2014; Blume & Alonso, 2007), reforçando o mercado de capitais. Essas características ressaltam a importância de investigar essa correlação nas empresas brasileiras. O conflito de agência predominante no Brasil encontra-se na relação entre acionista controlador, sobreposto à gestão, e acionistas minoritários (Brandão & Crisóstomo, 2015; Claessens & Yurtoglu, 2013), o que pode reduzir a independência do conselho de administração. A menor pressão do mercado de capitais e do sistema legal pela otimização dos sistemas de governança das corporações do mercado de capitais brasileiro eleva a importância de mecanismos internos de governança corporativa (Claessens & Yurtoglu, 2013), como o conselho de administração.

Devido aos potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e entre acionistas e gestores, os membros do conselho de administração integrantes da diretoria executiva ou indicados pelo acionista controlador teriam menos independência, o que pode comprometer a eficiência do monitoramento e, por consequência, reduzir a PPS. O estudo, portanto, testa a hipótese de que “a composição do conselho de administração afeta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho corporativo”.

Com esta pesquisa, espera-se alicerçar ainda mais o campo de estudo da governança corporativa no Brasil, ao analisar a correlação entre mecanismos de monitoramento (composição do conselho de administração) e de compensação dos gestores (remuneração dos executivos) e a eficácia dessa correlação em maximizar o retorno para os acionistas (sensibilidade da remuneração ao desempenho). Pretende-se, assim, contribuir para o entendimento dos conflitos de agência ocorridos no mercado de capitais brasileiro e para a definição da configuração dos mecanismos de monitoramento e

compensação que minimizam os custos totais de agência, maximizando o retorno para os acionistas.

Analisaram-se dados do período de 2013 a 2015 de 92 empresas participantes do Índice Brasil 100 (IBRX 100) da BM&FBOVESPA. O desempenho corporativo foi mensurado em termos de variação anual do valor de mercado. A remuneração dos executivos foi medida pelo incremento de remuneração anual total e anual *per capita*. No conselho de administração, identificaram-se a proporção de membros efetivos participantes da

diretoria, a proporção de membros efetivos indicados por acionistas minoritários, a proporção de membros efetivos declarados independentes e a existência de sobreposição entre as funções de diretor-presidente, ou *chief executive officer* (CEO), e presidente do conselho de administração. O efeito da composição do conselho de administração sobre a sensibilidade da remuneração dos executivos foi analisado por meio de teste de diferença entre médias, análise de correlação e análise de regressão.

2. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

2.1 Conflitos de Agência e Remuneração dos Executivos

A teoria da agência analisa os conflitos de interesses entre acionistas (principal) e gestores (agente) com foco na separação entre propriedade e gestão (Jensen & Meckling, 1976). Esses conflitos geram os custos de agência que reduziriam o bem-estar do principal: despesas de monitoramento e incentivos gerenciais por parte do principal; despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; e custos residuais resultantes de ações dos gestores que não maximizam o bem-estar do principal.

Entre os valores despendidos pelo principal, Jensen e Meckling (1976) incluem a aplicação de incentivos adequados para o agente. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que os incentivos contratuais de longo prazo para os gestores constituem a melhor solução para alinhar seus interesses com os dos acionistas. Incentivos explícitos de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas dizem respeito à remuneração dos gestores (Tirole, 2006).

Segundo Murphy (1998), os planos de compensação são desenhados para alinhar interesses de aversão ao risco e interesses próprios dos executivos com os interesses dos acionistas. De acordo com a teoria do contrato ótimo de remuneração (Hart & Holmstrom, 1986), a melhor configuração de remuneração dos executivos é aquela que maximiza o risco neutro do objetivo dos acionistas mensurado pela diferença entre o desempenho corporativo e o custo de compensação dos gestores. Pelo princípio da informatividade (Holmstrom, 1979), a melhor medida de performance dos gestores em termos de maximização do bem-estar dos acionistas baseia-se no preço das ações.

Nesse sentido, a eficácia da política de remuneração tem sido investigada por meio da sensibilidade da remuneração dos gestores ao desempenho corporativo,

conhecida como PPS (Jensen & Murphy, 1990). O modelo de Jensen e Murphy (1990), mais utilizado nas pesquisas empíricas (Murphy, 1998; Víctor, 2013), investiga o aumento de cada unidade monetária na remuneração dos gestores para cada mil unidades monetárias do valor de mercado. Algumas pesquisas utilizam outras medidas de desempenho de mercado ou de retorno contábil e a remuneração total ou *per capita* para a remuneração dos executivos (Murphy, 1998; Víctor, 2013). No Brasil, evidências empíricas apresentam resultados inconsistentes acerca da correlação entre remuneração dos executivos e desempenho corporativo (Correia et al., 2014; Fernandes & Mazzioni, 2015; Krauter, 2013; Sonza & Kloeckner, 2014).

2.2 Conselho de Administração e Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Para que a política de remuneração seja capaz de alinhar os interesses de gestores e acionistas, fazem-se necessários outros mecanismos internos de governança (Correia et al., 2014). Em firmas com estrutura de governança mais fraca, ocorrem mais problemas de agência e os gestores têm maior poder discricionário para influenciar sua própria remuneração (Kerr & Kren, 1992).

A legislação brasileira atribui à assembleia geral dos sócios o papel de fixar a remuneração dos administradores, incluindo conselho de administração e diretoria executiva. Para o IBGC (2015), o conselho de administração deve definir a política de remuneração e incentivos da diretoria como um todo, além de avaliar seu desempenho. As boas práticas de governança corporativa para empresas brasileiras ressaltam até a importância de haver um comitê de assessoramento do conselho de administração, formado por conselheiros preferencialmente independentes, responsável pela nomeação e definição da política de remuneração de diretores (IBGC, 2015). No exercício dessa

função, os gestores podem utilizar seu poder de barganha junto aos membros do conselho de administração para maximizar sua utilidade, levando a uma política de remuneração que não maximiza o valor para os acionistas externos (Bebchuk & Fried, 2003; Core et al., 1999). Mais recentemente, a pesquisa de Aguiar e Pimentel (2017) encontrou evidência de relação bidirecional entre remuneração executiva e desempenho financeiro e de mercado, mas não analisou o efeito da composição do conselho de administração nessa relação.

O'Reilly e Main (2007) veem fortes indícios de que quanto maior for o número de membros do conselho de administração nomeados pelo CEO, menos o contrato de remuneração assemelhar-se-á a algo negociado de forma justa. Bruce e Skovoroda (2015) acreditam que a habilidade dos executivos para influenciar sua remuneração seja maior quando o conselho de administração for fraco e os executivos forem fortes. De acordo com esses autores, a separação entre o papel de CEO e o de presidente do conselho de administração, a maior proporção de membros não executivos desse colegiado e a efetividade e a independência dos comitês de nomeação e remuneração são associadas a um processo de remuneração mais robusto.

A literatura sobre o efeito da composição do conselho de administração na PPS ainda é incipiente no Brasil. Um dos raros estudos encontrados (Víctor, 2013) investigou essa correlação no contexto da obrigatoriedade de as empresas divulgarem informações sobre a remuneração de seus executivos. A autora utilizou, como característica do conselho de administração, o número de membros externos indicados pelo acionista controlador e, como variável indicativa da remuneração dos gestores, a mudança no logaritmo natural da remuneração média do conselho de administração e da diretoria executiva. A amostra da pesquisa foi representada por empresas brasileiras e um grupo de controle composto por empresas norte-americanas. Os achados indicaram que, quando se faz distinção entre empresas brasileiras e norte-americanas (por meio de variável *dummy*), o maior percentual de membros externos reduz a PPS nas empresas brasileiras. Entretanto, quando não se fez distinção, não foi observado efeito da composição do conselho de administração sobre a PPS.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses Específicas e Modelo Teórico

Considerando-se o objetivo deste estudo, formularam-se quatro hipóteses relativas às configurações da composição do conselho de administração que podem influenciar o aumento ou a redução dos conflitos de agência e interferir na PPS.

O poder e o lócus de controle do CEO da empresa aumentam com o acúmulo do cargo de presidente do conselho de administração, ao passo que um presidente do conselho de administração independente facilita a avaliação objetiva da diretoria (Boyd, 1994). Espera-se, portanto, que o acúmulo do cargo de CEO da empresa com o de presidente do conselho de administração, conhecido como dualidade do CEO, acarrete a redução da eficácia da política de remuneração, pela tentativa do CEO de reduzir seu risco (Krause, Semadeni & Cannella, 2014), o que levaria à redução da PPS. Ressalte-se que alguns estudos realizados nos mercados norte-americano e britânico não encontraram evidência empírica dessa correlação (Conyon, 1997; Lippert & Porter, 1997).

H₁: a dualidade do CEO reduz a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho.

Fama e Jensen (1983) sugerem que os membros do conselho de administração não integrantes da gestão são mais ativos em monitoramento do que os *insiders*. A presença de diretores executivos da empresa no conselho de administração pode ajudar a elevar seu poder de influência sobre o conselho de administração, dificultando a saída dos executivos em caso de desempenho abaixo do esperado (Sonza & Kloeckner, 2014). Da mesma forma, o aumento do número de diretores da empresa em seu conselho de administração pode reduzir a PPS (Lippert & Porter, 1997).

H₂: a maior proporção de executivos no conselho de administração reduz a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho.

Diferentemente do que ocorre no ambiente anglo-saxão, em que o principal conflito de agência está na relação entre acionistas e gestores, no Brasil predominam as empresas com acionista controlador, o que faz surgir outro conflito de agência, decorrente da relação entre acionista controlador e acionistas minoritários, denominado *conflito de agência principal-principal* (Brandão & Crisóstomo, 2015; Claessens & Yurtoglu, 2013). Nesse contexto, o conselho de administração é constituído, em sua maioria, por membros indicados pelo acionista controlador, o que também acaba por influenciar a indicação dos gestores (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jiang, 2008). Essa sobreposição entre acionista controlador e gestão pode gerar, como benefícios privados do controle, salários não condizentes com as ações dos gestores. Para atuação mais eficaz do conselho de administração nesse contexto, torna-se essencial a presença, nesse colegiado, de membros que representem a posição dos acionistas minoritários.

H₃: a maior proporção de membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho.

Além dos membros externos e não indicados pelo acionista controlador, existem, no conselho de administração, os membros independentes que, segundo a legislação brasileira, não devem ter relação com acionistas ou gestores, podendo mitigar tanto os conflitos entre acionistas e gestores como aqueles entre acionista controlador e acionistas minoritários. Um conselho de administração com maior proporção de

membros independentes (Chhaochharia & Grinstein, 2009; Core et al., 1999) e assessorado por um comitê de remuneração independente (Guthrie, Sokolowsky & Wan, 2012) pode reduzir o poder dos executivos, aumentando a PPS (Ozerturk, 2005).

H₄: a maior proporção de membros independentes do conselho de administração aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho.

A Figura 1 representa o modelo teórico do estudo, que sintetiza as relações esperadas a partir das quatro hipóteses levantadas.

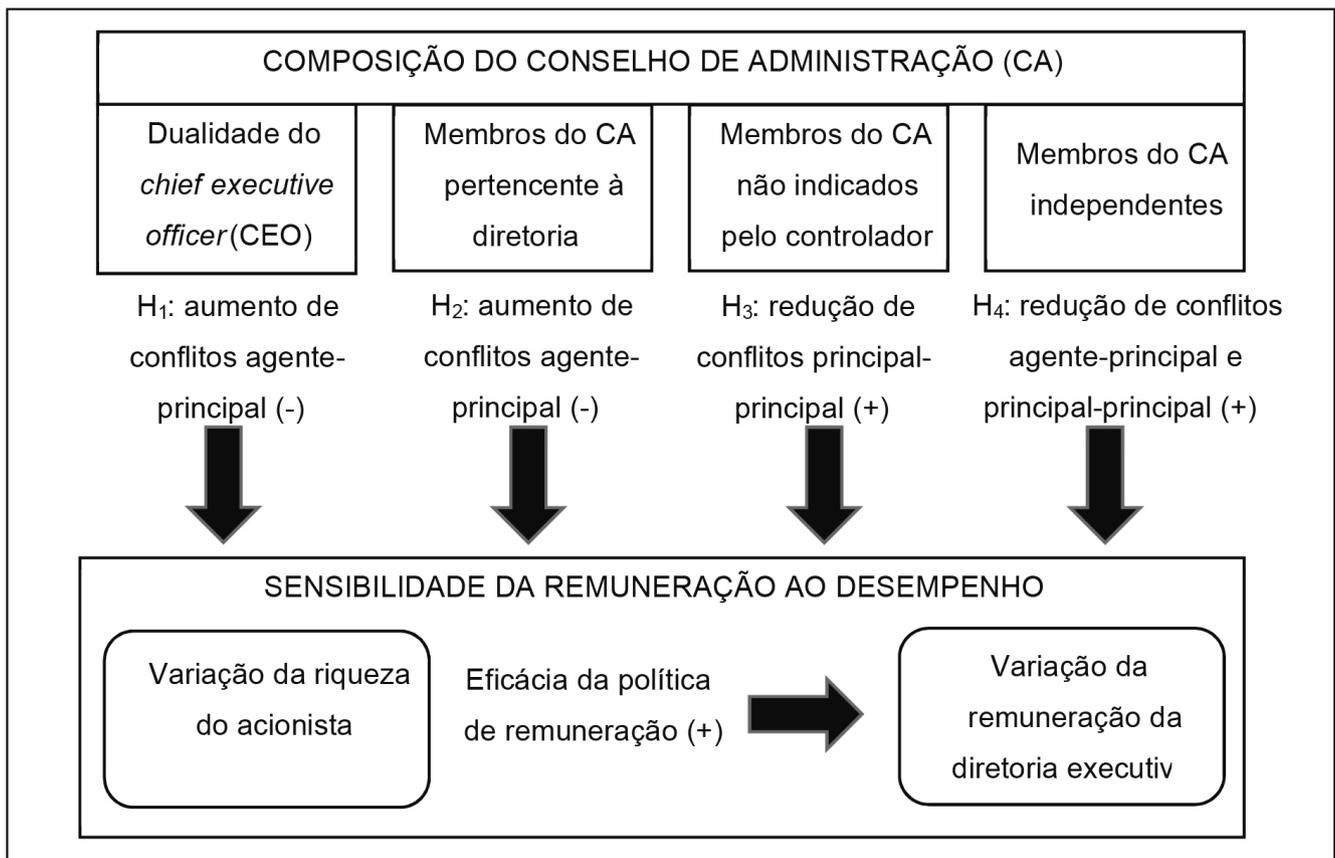


Figura 1 Modelo teórico da pesquisa

Fonte: Elaborada pelos autores.

As hipóteses H₁ e H₂ referem-se aos conflitos entre acionistas e gestores decorrentes da presença de executivos no conselho de administração, o que aumenta o risco de expropriação por parte dos gestores (conflito agente-principal): sobreposição entre os cargos de CEO da empresa e presidente do conselho de administração (dualidade do CEO) e executivos da empresa no conselho de administração. A hipótese H₃ aborda a participação de

membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador, o que reduziria os conflitos entre este e os acionistas minoritários (conflito principal-principal). A hipótese H₄ trata da presença de membros independentes no conselho de administração, o que reduziria os conflitos de agência, tanto na perspectiva agente-principal quanto na perspectiva principal-principal.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e Fonte de Dados

A população da pesquisa reúne as 100 empresas cujas ações compõem o IBRX 100 da BM&FBOVESPA, carteira teórica dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. A escolha desse grupo deveu-se, principalmente, à necessidade de utilizar, como medida de desempenho, o valor de mercado das empresas via preços das ações, o que exige critérios mínimos de negociabilidade. Ademais, as empresas do IBRX 100 são as mais representativas do mercado de capitais brasileiro. Optou-se por analisar os dados dos três últimos exercícios sociais disponíveis na data da realização da pesquisa (2013, 2014 e 2015).

Coletaram-se dados das empresas cujas ações compunham a carteira teórica do IBRX 100 do período setembro-dezembro de 2016, totalizando 97 empresas (três empresas apresentaram duas ações no IBRX 100). Com a exclusão de cinco empresas que não dispunham de todos os dados necessários para a pesquisa, a amostra foi constituída por um painel desbalanceado de 92 empresas e 272 observações.

Os dados sobre a composição do conselho de administração foram extraídos dos Formulários de Referência das empresas, disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados de remuneração dos executivos foram extraídos do Sistema

de Informações Corporativas (SInC) e os dados financeiros foram coletados da base de dados Economatica®.

3.2 Modelo Empírico

O modelo empírico em que se baseou este estudo é o modelo PPS proposto por Jensen e Murphy (1990), que regrediu o incremento de cada unidade monetária na remuneração do CEO ao incremento de cada 1.000 unidades monetárias no valor de mercado de empresas norte-americanas. A escolha pelo valor de mercado como variável de desempenho está relacionada com o princípio da informatividade (Holmstrom, 1979), segundo o qual a melhor medida de performance dos gestores em termos de maximização do bem-estar dos acionistas baseia-se no preço das ações. O uso da variação da remuneração e do valor de mercado em vez de valores globais contribui para mitigar problemas de endogeneidade decorrente de variáveis explicativas omitidas (Hallock, Madalozzo & Reck, 2010).

O modelo empírico desta pesquisa acrescenta, ao modelo de Jensen e Murphy (1990), as variáveis indicativas da composição do conselho de administração e uma variável interativa da variação do valor de mercado (em milhares de reais) com as variáveis indicativas da composição do conselho de administração, além de um conjunto de variáveis de controle, conforme se observa na equação 1.

$$\Delta REM_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta VM_{i,t} + \beta_2 COMPCA_{i,t} + \beta_3 \Delta VM_{i,t} * COMPCA_{i,t} + \beta_4 \sum CONT_{i,t} + \varepsilon \quad [1]$$

em que $\Delta REM_{i,t}$ é a variação da remuneração da diretoria executiva da empresa i no período t em relação ao período $t-1$, $\Delta VM_{i,t}$ é a variação, em milhares de reais, do valor de mercado da empresa i no período t em relação ao período $t-1$, $COMPCA_{i,t}$ representa as variáveis indicativas da composição do conselho de administração da empresa i no período t , $\sum CONT_{i,t}$ é o vetor das variáveis de controle incluídas no modelo, β_1 , β_2 e β_3 e β_4 são os coeficientes angulares das variáveis explicativas e ε é o termo de erro da equação.

Interessam o valor e a significância estatística do coeficiente da variável de interação (β_3), que mede o efeito moderador das variáveis de composição do conselho de administração sobre a PPS, conforme indicado por Hair, Anderson, Tathan e Black (2005). Caso β_3 seja estatisticamente diferente de 0, aceita-se a hipótese de que a composição do conselho de administração afeta a sensibilidade da remuneração ao desempenho (β_1).

3.3 Mensuração das Variáveis

A Tabela 1 sumariza a operacionalização das variáveis de estudo. A variação da remuneração da diretoria executiva (ΔREM), diferentemente do que propõem Jensen e Murphy (1990), operacionalizou-se em termos da remuneração total da diretoria executiva, considerando a soma das remunerações dos executivos ($\Delta REMT$) e a remuneração *per capita* ($\Delta REMPC$) ponderadas pelo valor de mercado da empresa em t_{-1} . No modelo original, utilizou-se a remuneração do CEO. A variação do valor de mercado (ΔVM) foi operacionalizada da mesma forma proposta por Jensen e Murphy (1990), considerando a variação total do valor de mercado da empresa em milhares de reais, também ponderada pelo valor de mercado em t_{-1} . A ponderação deveu-se à grande amplitude dos dados originais.

Tabela 1*Variáveis utilizadas no estudo*

Construto	Variável	Operacionalização	Fonte de dados	Referências
Variação da remuneração da diretoria executiva (ΔREM)	Variação da remuneração total ($\Delta REMT$)	Diferença entre a remuneração total da diretoria em t e em t_{-1} (em R\$ unidades) ponderada pelo valor de mercado em t_{-1} (em R\$ mil)	Formulário de Referência, item 13.2, SInC	Jensen e Murphy (1990) Víctor (2013)
	Variação da remuneração <i>per capita</i> ($\Delta REMPC$)	Diferença entre a remuneração per capita da diretoria em t e a remuneração em t_{-1} (em R\$ unidades) ponderada pelo valor de mercado em t_{-1} (em R\$ mil)	Formulário de Referência, item 13.2, via SInC	Jensen e Murphy (1990) Víctor (2013)
Desempenho (ΔVM)	Variação do valor de mercado (ΔVM)	Diferença entre o valor de mercado da empresa em t e o valor em t_{-1} (em R\$ mil) ponderada pelo valor de mercado em t_{-1} (em R\$ mil)	Economática®	Jensen e Murphy (1990)
Composição do CA (COMPCA)	Dualidade do CEO (DUALCA)	Acúmulo dos cargos de CEO e presidente do CA (variável <i>dummy</i>)	Formulário de Referência, item 12.6/8	Conyon, (1997) Lippert e Porter (1997)
	Membros do CA integrantes da diretoria (INTCA)	Proporção de membros efetivos do CA que ocupam cargo de diretoria	Formulário de Referência, item 12.6/8	Lippert e Porter (1997)
	Membros do CA minoritários (MINCA)	Proporção de membros efetivos do CA não indicados pelo acionista controlador	Formulário de Referência, item 12.6/8	Víctor (2013)
	Membros do CA independentes (INDCA)	Proporção de membros do CA considerados independentes	Formulário de Referência, item 12.6/8	Chhaochharia e Grinstein (2009)
	Comitê de remuneração (COMREM)	Presença de comitê de remuneração no CA (variável <i>dummy</i>)	Formulário de Referência, item 12.1	Guthrie et al. (2012)
Variáveis de controle (CONT)	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Razão entre o lucro líquido da empresa em t e o patrimônio líquido da empresa em $t-1$	Economática®	Aguiar e Pimentel (2017)
	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da empresa em $t-1$	Economática®	Aguiar e Pimentel (2017)
	Concentração de direitos de voto (PROP)	Percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas da empresa em t	Economática®	Correia et al. (2014)
	Setor de atividade (SETOR)	Setor de atividade da empresa, segundo a classificação do Economática® (variável <i>dummy</i>)	Economática®	Aguiar e Pimentel (2017)
	Período de tempo (ANO)	Ano da observação (variável <i>dummy</i>)	-	-

CA = conselho de administração; CEO = chief executive officer.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A composição do conselho de administração (COMPCA) foi operacionalizada em quatro *proxies*, sendo uma para cada hipótese específica, considerando apenas os membros efetivos do conselho de administração: dualidade do CEO (DUALCA); proporção de membros efetivos do conselho de administração que ocupam cargo de diretoria (INTCA); proporção de membros efetivos do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador (MINCA); e proporção de membros do conselho de administração considerados independentes (INDCA).

Incluíram-se, como variáveis de controle, possíveis determinantes da remuneração executiva: existência de comitê de remuneração ligado ao conselho de administração (CONREM) e responsável por

supervisionar a concepção e implementação do plano anual de incentivos do executivo (Machado & Beuren, 2015); retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) como *proxy* de desempenho financeiro (Aguiar & Pimentel, 2017); tamanho da empresa (TAM), aproximado pelo logaritmo natural do ativo total (Aguiar & Pimentel, 2017); concentração de direito de voto dos três maiores acionistas (PROP) (Correia et al., 2014); setor de atuação (SETOR) (Aguiar & Pimentel, 2017); e ano da observação (ANO).

3.4 Procedimentos Estatísticos

As hipóteses foram testadas por meio de testes de diferença de médias e estimações processadas a partir da equação 1. Os testes de diferença de médias visam a

comparar empresas cujo conselho de administração tem, entre seus membros efetivos, os não indicados por acionistas controladores (minoritários), os pertencentes à diretoria executiva (internos) e os declarados independentes, além do acúmulo dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração (dualidade do CEO). Compararam-se, quanto a essas quatro características, todas as variáveis métricas (Δ REMT, Δ REMPC, Δ VVM, TAM, ROE e PROP). Utilizou-se o teste *U* de Mann Whitney, dada a não normalidade das variáveis.

Nas estimações, utilizaram-se, como variáveis dependentes, a variação da remuneração total (Δ REMT) e a variação da remuneração *per capita* (Δ REMPC). Para cada

uma das variáveis, processou-se uma estimação, utilizando cada uma das quatro variáveis indicativas da composição do conselho de administração (DUALCA, INTCA, MINCA e INDCA). Em todas as estimações, utilizou-se a modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS) com finalidade de mitigar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos presentes em análise de regressão com dados em painel (Wooldridge, 2002).

A normalidade dos resíduos foi verificada por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov e a colinearidade entre as variáveis independentes foi verificada pela estatística VIF. Ambos os testes nas estimações processadas indicaram que os pressupostos não foram violados.

4. RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

A Tabela 2 mostra a estatística descritiva da composição do conselho de administração. A primeira parte identifica a composição em números absolutos e a segunda indica a composição relativizada pelo número total de membros.

Tabela 2

Estatística descritiva da composição do conselho de administração

Variável		Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Coefficiente de variação
Número de membros	Total	4,00	17,00	8,60	2,01	0,23
	Minoritários	0,00	11,00	2,50	2,93	1,17
	Internos	0,00	6,00	0,68	0,84	1,23
	Independentes	0,00	8,00	2,35	1,66	0,71
Proporção	Minoritários (MINCA)	0,00	1,00	0,29	0,34	1,16
	Internos (INTCA)	0,00	0,55	0,08	0,10	1,20
	Independentes (INDCA)	0,00	1,00	0,28	0,21	0,73

Notas: as variáveis estão descritas na Tabela 1; número de empresas: 92; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O conselho de administração tem média entre oito e nove membros, com baixa variabilidade dos dados. Esse número está de acordo com das recomendações do IBGC (2015), que sugere entre cinco e 11 membros efetivos. Isso fica próximo dos achados de Cunha e Martins (2015), que investigaram as empresas do IBRX 100 no período de 2008 a 2012, encontrando a composição média de 8,54 membros.

Quanto à composição, observa-se que 29% dos membros do conselho de administração não são indicados pelo acionista controlador, 8% são diretores da empresa e 28% são declarados independentes. Uma análise temporal, não reportada, indica que o tamanho e a composição do conselho de administração permanecem estáveis,

sem diferenças estatisticamente significantes nos três anos analisados. Comparando estudos realizados em períodos anteriores, Brandão e Crisóstomo (2015) verificaram que 27% dos membros eram indicados por acionistas minoritários, 12% eram internos e 20% eram independentes, nas 100 maiores companhias entre 2010 e 2013. Cunha e Martins (2015) identificaram que 22,5% dos membros eram indicados por acionistas minoritários e 30,5% eram independentes. No geral, nota-se que a composição do conselho de administração quanto à proporção de internos, minoritários e independentes não sofreu grandes alterações nos últimos anos.

Em relação à dualidade do CEO, em apenas 16 observações essa característica está presente,

aproximadamente 6% da amostra. Esse índice é inferior aos 15% encontrados por Brandão e Crisóstomo (2015) e aos 25% identificados por Andrade, Salazar, Calegario e Silva (2009) ao estudar o período de 2004 a 2006. Neste estudo, quando comparados os três anos pesquisados, o número de empresas com dualidade do CEO caiu ano a ano: oito em 2013, cinco em 2014 e três em 2015. Esses números e a comparação com pesquisas anteriores mostram que a prática vem sendo descontinuada nas empresas

do mercado de capitais brasileiro. Outra característica do conselho de administração analisada (variável de controle) foi a presença de comitê de remuneração. Das 272 observações, esse comitê está presente em 139, aproximadamente 51% da amostra.

Na Tabela 3 é apresentada a estatística descritiva da remuneração dos executivos e do valor de mercado em seus valores originais (R\$ unidades para a remuneração e R\$ mil para o valor de mercado).

Tabela 3

Estatística descritiva da remuneração executiva e valor de mercado em valores brutos

Variáveis		Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Coefficiente de variação
Remuneração total	No período	69.000	453.527.265	29.990.392	56.413.309	1,88
	Variação anual	-46.215.088	89.552.431	2.644.262	11.033.969	4,17
Remuneração per capita	No período	19.220	15.261.692	3.397.387	2.570.666	0,76
	Variação anual	-5.577.924	6.895.910	343.161	1.396.859	4,07
Valor de mercado	No período	386.079	279.978.928	20.680.448	40.274.047	1,95
	Variação anual	-87.182.129	32.440.328	-1.515.975	10.218.206	-6,74

Notas: remuneração total e remuneração per capita em unidades de real; valor de mercado em milhares de reais; número de empresas: 92; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A remuneração média anual da diretoria executiva nas empresas da amostra alcança aproximadamente R\$ 30 milhões, enquanto a remuneração per capita média anual atinge R\$ 3,4 milhões. Outro ponto a observar é o aumento médio da remuneração anual, que também ocasiona inflação nos valores do período analisado em comparação com a pesquisa realizada pelo IBGC. A variação da remuneração dos executivos na amostra

é baixa, ao passo que a variação anual é elevada, com coeficiente superior a 4. O valor médio de mercado das empresas analisadas chega a aproximadamente R\$ 20,7 milhões, sendo que houve significativa perda de valor no período analisado (coeficiente de variação -6,74).

Na Tabela 4 é apresentada a estatística descritiva das variáveis financeiras e de estrutura de propriedade na forma em que foram utilizadas nas análises estatísticas.

Tabela 4

Estatística descritiva das variáveis métricas utilizadas nas análises estatísticas

	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio padrão	Coefficiente de variação
Δ REMT	-6,806	6,502	0,259	0,115	1,111	4,285
Δ REMPC	-1,710	1,150	0,036	0,015	0,239	6,624
Δ VIM	-0,817	1,385	-0,044	-0,059	0,317	-7,168
TAM	20,504	27,994	23,300	23,159	1,533	0,066
ROE	-1,914	8,605	0,173	0,134	0,605	3,503
PROP	0,069	1,000	0,599	0,630	0,235	0,393

Notas: as variáveis estão descritas na Tabela 1; painel desbalanceado de 92 empresas; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme já mostrado na Tabela 3, enquanto a remuneração dos executivos cresceu ano a ano no período analisado, o valor de mercado das empresas analisadas regrediu. O desempenho financeiro medido pelo ROE em média foi positivo, mas apresentou grande dispersão na amostra. A concentração de direitos de voto é elevada e, assim como o tamanho, apresenta baixa variação na amostra.

4.2 Composição do Conselho de Administração e Sensibilidade da Remuneração ao Desempenho

Na Tabela 5, são comparadas as variáveis métricas com a presença das categorias de conselheiros analisadas na pesquisa: minoritários, internos, independentes e CEO, ocupando o cargo de presidente do conselho

de administração. A presença dessas categorias de conselheiros não apresentou associação com a variação da remuneração executiva e com o desempenho medido pelo ROE.

Tabela 5

Composição do conselho de administração e variáveis métricas

Conselho de administração	n	Δ REMT	Δ REMP	Δ V	TAM	ROE	PROP
Sem membros minoritários	89	0,285	0,048	-0,069	23,415	0,231	0,665
Com membros minoritários	183	0,246	0,030	-0,032	23,244	0,144	0,566
U de Mann Whitney (Z teste)		-0,170	-0,707	-0,550	-0,803	-0,688	-3,268***
Sem membros internos	136	0,285	0,026	-0,005	23,010	0,215	0,590
Com membros internos	136	0,246	0,046	-0,084	23,590	0,131	0,608
U de Mann Whitney (Z teste)		-0,980	-0,658	-1,696*	-2,095**	-0,378	-0,544
Sem membros independentes	50	0,418	0,065	-0,067	24,368	0,128	0,747
Com membros independentes	222	0,223	0,009	-0,039	23,060	0,183	0,565
U de Mann Whitney (Z teste)		-0,800	-0,501	-0,619	-5,329***	-2,143	-4,973***
Sem dualidade do CEO	256	0,231	0,031	-0,035	23,275	0,179	0,601
Com dualidade do CEO	16	0,712	0,119	-0,186	23,699	0,074	0,555
U de Mann Whitney (Z teste)		-0,419	-0,835	-1,916*	-1,114	-1,572	-1,063

Notas: painel desbalanceado de 92 empresas; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015; testes U de Mann Whitney para amostras independentes.

CEO = chief executive officer.

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conselheiros não indicados pelo acionista controlador estão presentes em 67% das observações e estão associados à menor concentração de direitos de voto. Acionistas controladores, quando detêm maior poder de voto, indicam todos os integrantes do conselho de administração, o que pode maximizar os problemas de agência com acionistas minoritários.

Em metade das empresas há presença de executivos no conselho de administração e, em 6%, o CEO acumula o cargo de presidente nesse conselho. Essas características estão associadas ao maior decréscimo no valor de mercado, corroborando Silveira, Barros e Famá (2003). A presença de executivos no conselho de administração está também associada a empresas maiores.

Em 82% das empresas, constatou-se a presença de conselheiros independentes, que está associada a empresas

menores e com menor concentração de direitos de voto. Assim como acontece com os conselheiros não indicados pelo acionista controlador, a ausência de conselheiros independentes em empresas com alta concentração de direitos de voto pode agravar problemas de agência entre acionistas controladores e minoritários.

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de Pearson entre as variáveis métricas incluídas na análise de regressão. Embora algumas variáveis não sigam uma distribuição normal, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado à medida que cresce a amostra (Brooks, 2014). As duas variáveis indicativas da remuneração da diretoria executiva, utilizadas nas estimações como variáveis dependentes, são as únicas que apresentam alta correlação, o que poderia ocasionar problemas de colinearidade.

Tabela 6

Matriz de correlação entre as variáveis métricas

	Δ REMT	Δ REMP	Δ V	MINCA	INTCA	INDCA	TAM	ROE
Δ REMP	0,81***							
Δ V	0,14**	0,11*						
MINCA	-0,06	-0,06	0,05					
INTCA	0,09	0,04	-0,09	0,01				
INDCA	-0,17***	-0,16***	-0,01	0,42***	-0,09			
TAM	-0,04	-0,04	-0,03	-0,21***	0,15**	-0,31***		
ROE	0,06	-0,03	-0,12*	-0,02	-0,05	-0,01	-0,10*	
PROP	-0,04	0,00	-0,05	-0,52***	0,09	-0,39***	0,32***	0,04

Notas: as variáveis estão descritas na Tabela 1; painel desbalanceado de 92 empresas; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015; coeficiente de correlação de Pearson entre as variáveis métricas.

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

A proporção de membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador não está

correlacionada à variação da remuneração dos executivos nem à variação do valor de mercado. A proporção de

executivos que também são membros do conselho de administração apresenta correlação positiva com a variação da remuneração total. Enquanto isso, a proporção de membros independentes do conselho de administração está correlacionada negativamente com a variação da remuneração total e *per capita* e com a variação do valor de mercado. Corroborando os testes *U* de Mann Whitney apresentados na Tabela 5, existe correlação negativa entre o percentual de conselheiros não indicados por controladores e independentes e a concentração de direitos de voto.

Na Tabela 7 é mostrado o resultado das estimações, tendo como variáveis dependentes a variação da remuneração total e da *per capita*, respectivamente, nos painéis A e B.

A correlação positiva entre a variação do valor de mercado e a variação da remuneração da diretoria executiva, conforme os resultados das estimações 1 e 7, indica a existência de sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho, tanto em termos de variação da remuneração total como em termos de variação da remuneração *per capita*. A inclusão das variáveis indicativas da composição do conselho de administração e das variáveis interativas eleva a significância dos modelos (estimações 2 a 6 e 8 a 12), indicando que a composição do conselho de administração afeta a PPS (Hair et al., 2005).

Em relação à remuneração total (Painel A), a proporção de membros do conselho de administração internos (estimações 2 e 4) e independentes (estimações 2 e 5) influencia negativamente a PPS. Em contrapartida, enquanto a participação de executivos aumenta a variação da remuneração dos executivos (estimações 2 e 4), a

relação entre a variação da remuneração e o percentual de conselheiros independentes é negativa (estimações 2 e 5). A proporção de membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador e a sobreposição entre os cargos de CEO e *chairman*, por sua vez, não afetaram a PPS e a variação da remuneração total dos executivos (estimações 2, 3 e 6). Adicionalmente, a variação da remuneração total mostrou-se afetada negativamente pela presença de comitê de remuneração (estimações 1, 3, 5 e 6) e concentração de direitos de voto (estimações 2, 3 e 5) e positivamente relacionada com o ROE (estimações 1, 3 4 e 6). O ano da observação só apresentou significância estatística ao nível de 10% em uma estimacão (4) e o setor de atividade nas estimacões 1, 2, 4 e 6. O tamanho não apresentou relação estatisticamente significativa em nenhuma estimacão.

Em relação à remuneração *per capita* (Painel B), a proporção de executivos no conselho de administração e de conselheiros independentes está relacionada à redução da PPS *per capita*. O percentual de membros independentes no conselho de administração reduz a variação da remuneração e sua sensibilidade ao desempenho (estimações 8 e 11). A proporção de membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador e a sobreposição entre os cargos de CEO e *chairman* apresentam efeito estatisticamente significativo sobre a PPS e a variação da remuneração *per capita* (estimações 8, 9 e 12). Com exceção do setor de atividade (estimações 8, 10, 11 e 12), as variáveis de controle não apresentaram significância estatística.

Tabela 7

Composição do conselho de administração e pay-performance sensitivity

Variáveis explicativas	Painel A							Painel B				
	Variável dependente: $\Delta REMT$							Variável dependente: $\Delta REMPC$				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ΔVM	0,614***	1,521***	0,639**	0,948***	1,083***	0,698***	0,082*	0,406***	0,091	0,159***	0,293***	0,104**
MINCA		-0,057	-0,273					0,033	-0,034			
MINCA* ΔVM		0,308	-0,126					0,115	-0,036			
INTCA		1,176*		1,505**				0,105		0,203		
INTCA* ΔVM		-4,570**		-4,586**				-1,143***		-1,079**		
INDCA		-1,208***			-1,257***			-0,318***			-0,297***	
INDCA* ΔVM		-2,239**			-1,765*			-0,939***			-0,769***	
DUALCA ^a		0,191				0,362		0,034				0,059
DUALCA* ΔVM		-1,094				-1,520		-0,341				-0,430*
TAM	0,027	-0,018	0,021	0,005	-0,003	0,020	-0,001	-0,010	-0,002	-0,004	-0,008	-0,000
COMREM	-0,301**	-0,163	-0,293**	-0,231	-0,236*	-0,260*	-0,050	-0,026	-0,049	-0,042	-0,034	-0,040
ROE	0,195*	0,174	0,195*	0,224**	0,150	0,201*	-0,011	-0,021	-0,011	-0,004	-0,026	-0,010
PROP	-0,421	-0,783**	-0,633*	-0,502	-0,695**	-0,38	-0,039	-0,083	-0,064	-0,05	-0,101	-0,030
SETOR	Sim*	Sim*	Sim	Sim*	Sim	Sim**	Sim	Sim**	Sim	Sim*	Sim*	Sim*
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim*	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Wald χ^2	32,22*	62,35***	33,67	43,47**	45,83***	93,01**	17,84	58,23***	18,31	26,24	39,46**	25,42
VIF médio	4,71	4,37	4,57	4,53	4,73	4,50	4,71	4,37	4,57	4,54	4,73	4,50

Notas: as variáveis estão descritas na Tabela 1; painel desbalanceado de 92 empresas; número de observações: 272; período analisado: 2013 a 2015; análise de regressão com modelagem feasible generalized least squares (FGLS).

a = variáveis interativas da variação do valor de mercado com as quatro variáveis indicativas da composição do conselho de administração (MINCA* ΔVM , INTCA* ΔVM , INDCA* ΔVM e DUALCA* ΔVM).

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Outras estimações processadas, como testes t e robustez não reportadas, indicam que existe PPS quando se analisa a relação entre ΔVM defasado em um ano e $\Delta REMT$ e $\Delta REMPC$. A interação de ΔVM com as variáveis indicativas da composição do conselho de administração, entretanto, apresentou menor significância estatística, mantendo-se o mesmo sinal das estimações da Tabela 7. A única variável de interação que apresentou maior significância estatística foi $DUALCA * \Delta VM$, com efeito

negativo sobre a PPS, mas apenas quando a variável dependente foi $\Delta REMT$. Tendo em vista um efeito contrário ao esperado da variável $INDCA$ sobre a PPS, foram processadas estimações com $\Delta REMT$ e $\Delta REMPC$ segmentadas pela mediana e o sinal da variável de interação $INDCA * \Delta VM$ permaneceu inalterado. Apenas em uma das estimações (com $\Delta REMT$ menor do que a mediana) a variável de interação deixou de ser significativa ao nível de 10% (valor $p = 0,133$), mas o sinal permaneceu negativo.

5. DISCUSSÃO

Investigou-se o efeito da composição do conselho de administração sobre a PPS das empresas cujas ações integravam a carteira do IBRX 100 no período de 2013 a 2015. Testaram-se as hipóteses de que a acumulação dos cargos de CEO da empresa e presidente do seu conselho de administração e a proporção de executivos membros do colegiado afeta negativamente a PPS (H_1 e H_2) e que a proporção de membros do conselho de administração não indicados pelo acionista controlador e a de membros independentes afeta positivamente a PPS (H_3 e H_4).

A dualidade do CEO é vista como medida de baixo desempenho do conselho de administração (Três, Serra & Ferreira, 2014). Nas empresas da amostra, embora a dualidade do CEO seja pouco presente, a desvalorização das ações é maior que a de outras empresas. As estimações revelaram, entretanto, que não há influência da dualidade do CEO sobre a PPS. Desse modo, não se confirma a hipótese H_1 do estudo. Embora seja vista como uma prática que aumenta conflitos de agência entre acionistas e gestores, não se encontrou evidência de que o cargo de presidente do conselho de administração possa estar sendo usado pelo CEO para alterar a remuneração da diretoria executiva.

O maior número de executivos no conselho de administração prejudica a função de monitoramento (Boyd, 1994; Lippert & Moore, 1994). Metade das empresas tem, em seus conselhos de administração, ao menos um executivo e, embora percentualmente os executivos representem apenas 8% dos conselheiros, sua participação no conselho de administração reduz a PPS, confirmando a hipótese H_2 do estudo. Em contrapartida, observou-se influência positiva da participação de executivos sobre a variação da remuneração total, sugerindo que os executivos, quando presentes no conselho de administração, utilizam sua influência para reduzir seu risco de perda financeira (Lippert & Porter, 1997), ou seja, buscam dissociar sua remuneração do desempenho de mercado da empresa.

Outra forma de analisar a independência do conselho de administração, relacionada aos conflitos de agência

entre acionistas controlador e minoritários, consiste em verificar a proporção de seus membros não indicados pelo controlador (Brandão & Crisóstomo, 2015). Aproximadamente 29% dos membros dos conselhos nas empresas da amostra não foram indicados pelo acionista controlador e, em 33% das empresas, todos os conselheiros foram indicados pelo controlador. Embora em número maior que o de executivos, não se identificou qualquer influência da proporção de conselheiros indicado por minoritários sobre a PPS. Esse achado não confirma a hipótese H_3 , que previa uma influência positiva. Para gestores de portfólios de ações negociadas na BM&FBOVESPA, membros do conselho de administração representantes de acionistas minoritários não influenciam as decisões estratégicas da empresa (Bertucci, Bernardes & Brandão, 2006), incluindo a política de remuneração.

Segundo o IBGC (2015), são independentes conselheiros sem nenhuma relação com executivos, empregados ou acionistas da empresa. Na amostra, conselheiros independentes representam 28% do total e estão presentes em 82% das empresas. Ressalta-se a correlação negativa entre participação de conselheiros independentes e concentração de direitos de voto, elevando a possibilidade de influência do acionista controlador sobre o conselho de administração, o que potencializa problemas de agência entre acionistas controladores e minoritários. A proporção de conselheiros independentes mostrou influência negativa sobre a PPS, não se confirmando a hipótese H_4 , que conjecturava o oposto. A variação da remuneração executiva também se apresentou afetada negativamente pela proporção de conselheiros independentes. Uma possível explicação para isso pode estar no *trade off* entre monitoramento e compensação: à medida que o conselho de administração torna-se mais independente, eleva-se a capacidade de monitoramento, o que diminui a necessidade de incentivos financeiros para alinhar os interesses de gestores e acionistas (Aguilera, Desender & Castro, 2011), reduzindo a variação da remuneração executiva e a PPS.

6. CONCLUSÃO

Conclui-se que, nas empresas da amostra, a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho é afetada pela composição do conselho de administração, o que leva à confirmação da hipótese geral do estudo. Especificamente, a presença de executivos e de conselheiros independentes está correlacionada com a menor PPS.

Os resultados da pesquisa trazem implicações para a compreensão das relações de agência e para a governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. Em primeiro lugar, a dualidade do CEO constitui uma prática cada dia menos comum nas empresas brasileiras, e o poder do CEO, quando este ocupa o cargo de presidente do conselho de administração, pouco influencia a política de remuneração da diretoria executiva. Em contrapartida, a maior participação de executivos no conselho de administração eleva positivamente a variação anual da remuneração total dos executivos e distancia essa remuneração do desempenho de mercado. Faz-se necessário verificar se esse distanciamento não passa de uma medida de aversão ao risco (Krause et al., 2014) ou de reflexo de usufruto de benefícios privados por parte dos executivos.

Em segundo lugar, as funções de monitoramento e compensação dos executivos podem ser mecanismos de governança corporativa substitutos (como observado no caso dos membros independentes) ou até independentes (como no caso de conselheiros não indicados pelo controlador). A eficácia das práticas de governança não pode ser vista apenas de forma cumulativa, do tipo “quanto mais, melhor”. Deve-se levar em conta o estudo da inter-relação dessas práticas com a eficácia conjunta na mitigação dos problemas de agência.

Este estudo apresenta limitações, destacando-se a amostra não probabilística e o reduzido período de análise, impedindo a generalização dos resultados. Pesquisas futuras podem considerar um período maior, com uma amostra probabilística, e utilizar modelagens que tratem todos os problemas de endogeneidade. Podem ser investigadas, ainda, a inter-relação e a eficácia conjunta da compensação dos executivos com outros mecanismos de governança, como, por exemplo, a concentração de direitos de voto e a auditoria independente, em especial no que tange à informação contábil divulgada.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568.
- Aguilera, R. V., Desender, K., & Castro, L. R. K. (2011). Perspectives on comparative corporate governance. In T. Clarke, & D. Branson (Ed.), *Sage handbook of corporate governance*. New York: Sage.
- Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegario, C. L. L., & Silva, S. S. (2009, julho/agosto). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-32.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bertucci, J. L. O., Bernardes, P., & Brandão, M. M. (2006). Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração*, 41(2) 183-196.
- Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014, setembro). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195.
- Blume, D., & Alonso, F. (2007). Institutional investors and corporate governance in Latin America. *Financial Market Trends*, 2007(2), 93-131.
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15(5), 335-344.
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 438-448.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance* (2a ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Bruce, A., & Skovoroda, R. (2015). The empirical literature on executive pay: context, the pay-performance issue and future directions [Working Paper]. High Pay Centre. Recuperado de http://highpaycentre.org/files/academic_literature_review_FINAL.pdf
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013, junho). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Conyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 493-509.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de

- propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37.
- Cunha, A. S. L., & Martins, O. S. (2015). Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil. *Revista de Governança Corporativa*, 2(1), 37-65.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.
- Guthrie, K., Sokolowsky, J., & Wan, K. M. (2012). CEO compensation and board structure revisited. *The Journal of Finance*, 67(3), 1149-1168.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005) *Análise multivariada de dados* (5a ed.). Porto Alegre, RS: Bookman.
- Hallock, K. F., Madalozzo, R., & Reck, C. G. (2010). CEO pay-for-performance heterogeneity using quantile regression. *Financial Review*, 45(1), 1-19.
- Hart, O., & Holmstrom, B. (1986). The theory of contracts [Working Paper]. Massachusetts Institute of Technology. Recuperado de <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/64265/theoryofcontract00hart.pdf%3Bjs>
- Hassen, R. B., Ouakdi, J. El, & Omri, A. (2015, março/abril). Executive compensation and ownership structure. *The Journal of Applied Business Research*, 31(2), 593.
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5a ed.). São Paulo, SP: IBGC.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976, October). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kerr, J. L., & Kren, L. (1992). Effect of relative decision monitoring on chief executive compensation. *Academy of Management Journal*, 35(2), 370-397.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, A. A., Jr. (2014). CEO duality: a review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3), 259-273.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976, 17 de dezembro). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Lippert, R. L., & Moore, W. T. (1994). Compensation contracts of chief executive officers: determinants of pay-performance sensitivity. *Journal of Financial Research*, 17(3), 321-332.
- Lippert, R. L., & Porter, G. (1997). Understanding CEO pay: a test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. *Journal of Business Research*, 40(2), 127-138.
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2015). Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, 31(92), 4-24.
- Murphy, K. J. (1998). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3(Part 2), 2485-2563.
- O'Reilly, C. A., & Main, B. G. M. (2007). Setting the CEO's pay: it's more than simple economics. *Organizational Dynamics*, 36(1), 1-12.
- Ozerturk, S. (2005). Board independence and CEO pay. *Economics Letters*, 88(2), 260-265.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (6a ed.). São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Três, G., Serra, F., & Ferreira, M. P. (2014). O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: um estudo comparativo de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista Gestão & Tecnologia*, 14(3), 5-31.
- Víctor, F. S. (2013). *Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação* Tese de doutorado). Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.